



## PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/200313>

Please be advised that this information was generated on 2020-09-10 and may be subject to change.



# WAARDERINGSVRAGEN IN HET ONDERNEMINGS- EN INSOLVENTIERECHT

Mr. drs. S.W. van den Berg

WAARDERINGSVRAGEN IN HET  
ONDERNEMINGS- EN INSOLVENTIERECHT

SERIE ONDERNEMING EN RECHT

Onder redactie van

Prof. mr. S.C.J.J. Kortmann

Prof. mr. N.E.D. Faber

*deel 107*

# **WAARDERINGSVRAGEN IN HET ONDERNEMINGS- EN INSOLVENTIERECHT**

## **PROEFSCHRIFT**

TER VERKRIJGING VAN DE GRAAD VAN DOCTOR  
AAN DE RADBOUD UNIVERSITEIT NIJMEGEN  
OP GEZAG VAN DE RECTOR MAGNIFICUS PROF. DR. J.H.J.M. VAN KRIEKEN,  
VOLGENS BESLUIT VAN HET COLLEGE VAN DECANEN  
IN HET OPENBAAR TE VERDEDIGEN OP DONDERDAG 31 JANUARI 2019,  
OM 16.30 UUR PRECIES

DOOR

**SEBASTIAAN WILLEM VAN DEN BERG**

GEBOREN OP 7 JUNI 1984  
TE DELFT

WOLTERS KLUWER – 2019

*Promotores:*

- prof. mr. S.C.J.J. Kortmann
- prof. dr. W.G.M. Holterman (*Rijksuniversiteit Groningen*)

*Manuscriptcommissie:*

- prof. mr. N.E.D. Faber
- prof. mr. J.B.S. Hijink
- prof. mr. M. van Olffen (*voorzitter*)
- prof. dr. mr. P.M. van der Zanden RA (*Universiteit van Tilburg*)

Verkorte citeerwijze: Van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht* (O&R nr. 107) 2019/[paragraafnummer]

Volledige citeerwijze: S.W. van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht* (Onderneming en recht nr. 107)(diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2019.

ISBN: 978 90 13 15205 0

ISBN: 978 90 13 15206 7 (E-book)

NUR 827-715/827-704

Cremers visuele communicatie, grafisch ontwerp

© 2019, Wolters Kluwer Nederland BV, S.W. van den Berg, Nijmegen

Onze klantenservice kunt u bereiken via: [www.wolterskluwer.nl/klantenservice](http://www.wolterskluwer.nl/klantenservice)

Auteur(s) en uitgever houden zich aanbevolen voor inhoudelijke opmerkingen en suggesties. Deze kunt u sturen naar: [boeken-NL@wolterskluwer.com](mailto:boeken-NL@wolterskluwer.com).

Alle rechten in deze uitgave zijn voorbehouden aan Wolters Kluwer Nederland B.V. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Wolters Kluwer Nederland B.V.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht ([www.reprorecht.nl](http://www.reprorecht.nl)).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en Wolters Kluwer Nederland B.V. geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Op alle aanbiedingen en overeenkomsten van Wolters Kluwer Nederland B.V. zijn van toepassing de Algemene Voorwaarden van Wolters Kluwer Nederland B.V. U kunt deze raadplegen via: [www.wolterskluwer.nl/algemene-voorwaarden](http://www.wolterskluwer.nl/algemene-voorwaarden).

Indien Wolters Kluwer Nederland B.V. persoonsgegevens verkrijgt, is daarop het privacybeleid van Wolters Kluwer Nederland B.V. van toepassing. Dit is raadpleegbaar via [www.wolterskluwer.nl/privacy-cookies](http://www.wolterskluwer.nl/privacy-cookies).

▲  
Zie inhoud van deze uitgave ook op:  
[www.wolterskluwer.nl/navigator](http://www.wolterskluwer.nl/navigator)  
▼

NAVIGATOR

## WOORD VOORAF

In de juridische praktijk speelt de waardering van ondernemingen en aandelen vaak een rol. Het is bij uitstek een onderwerp dat zich leent voor een onderzoek op het snijvlak van de juridische en (financieel-) economische wetenschap. Deze dissertatie heeft als rode draad de waardering van ondernemingen en aandelen in het ondernemings- en insolventierecht. In aanvulling op een reeks eerder gepubliceerde artikelen biedt de dissertatie van Van den Berg allereerst een nuttig overzicht, een “waarderingskader”, en een toelichting op in de insolventierechtpraktijk belangrijke (maar ook ambivalente) begrippen zoals liquidatie- en reorganisatiewaarde. Ten aanzien van de liquidatiewaarde wordt helder inzichtelijk gemaakt dat het juridische en het financieel-economische perspectief kunnen verschillen. Het hebben van inzicht in beide werelden is zeer waardevol wanneer de juridische arena wordt betreden.

Hoewel er in het ondernemings- en insolventierecht veel waarderingsvragen voorkomen, heeft Van den Berg enkele onderwerpen onderzocht die zowel praktisch en concreet als wetenschappelijk en conceptueel zijn. Niet alleen draagt zijn analyse bij aan vragen die in de dagelijkse praktijk vaak onderwerp van debat zijn, maar ook heeft hij met zijn *going concern* benadering van het pre-insolventieakkoord in de literatuur over de wetsontwerpen WCO II en WHOA bijgedragen aan de gedachtevorming en de rechtswetenschap.

Met veel genoegen nemen wij deze dissertatie in onze serie op.

S.C.J.J. Kortmann  
N.E.D. Faber

Nijmegen, november 2018





## INHOUDSOPGAVE

<b>WOORD VOORAF</b>	V
<b>Hoofdstuk 1 Inleiding</b>	1
<b>Hoofdstuk 2 Opzet en onderzoeksvragen</b>	5
2.1 Doelstelling en onderzoeksvraag	5
2.2 Deelvraag 1 – Waarderingsdilemma’s bij de blokkeringsregeling	9
2.3 Deelvraag 2 – Waarderingsvragen bij pre-insolventieakkoorden	10
2.4 Deelvraag 3 – Rol van optiewaarden bij een pre-insolventieakkoord	14
2.5 Deelvraag 4 – Loan-to-own strategie naar Nederlands recht	16
2.6 Deelvraag 5 – Waarderingsvragen bij ondernemingsrechtelijke procedures	17
<b>Hoofdstuk 3 Relevante terminologie en waarderingskader</b>	19
3.1 Herstructureren	19
3.2 Waarderingskader	21
3.2.1 Doelomschrijving waarderingsopdracht	21
3.2.2 Waardemaatstaf (of -standaard)	22
3.2.3 Waardebegrippen	25
3.2.4 Aanvullende waarderingsveronderstellingen	26
3.2.5 Waarderingsmethoden	28
3.2.6 Waarderingskader	30
3.3 Liquidatiewaarde: verschil tussen de juridische en de economische benadering	33
3.3.1 Liquidatiewaarde: een ambivalent begrip	33
3.3.1.1 Economische liquidatiewaarde: beëindiging van de onderneming	34
3.3.1.2 Liquidatiewaarde vanuit juridisch perspectief	35
3.3.2 Relevantie onderscheid liquidatie in de praktijk: Estro en DA	44

3.3.2.1	Ondernemingsraad DA Retailgroep c.s./DA Retailgroep c.s.	44
3.3.2.2	FNV/Smallsteps (Estro)	46
3.4	Reorganisatiewaarde	53
<b>Hoofdstuk 4 De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen</b>		57
4.1	Onderzoeksvraag	57
4.2	Inleiding	57
4.3	Onderzoek en onderzoeksgroep: de waarderingsdeskundigen	59
4.3.1	Warderingsdilemma's	60
4.3.2	De te hanteren waardemaatstaf	61
4.3.3	De te hanteren waarderingsmethode	67
4.3.4	Kortingen (discounts)	67
4.3.5	Warderingsproces	82
4.3.6	Prijsvaststelling	84
4.4	Conclusie en aanbevelingen voor nader onderzoek	87
<b>Hoofdstuk 5 Waarderingsvragen bij pre-insolventieakkoorden</b>		91
5.1	Onderzoeksvraag	91
5.2	Financiële herstructureringsvragen en waarderingsvragen	91
5.2.1	Schatten van het effect op totale ondernemingswaarde	92
5.2.2	Schatten van het effect op de positie van individuele vermogensverschaffer	95
5.2.3	Afronding	96
5.3	Chapter 11 en waarderingsvragen	97
5.3.1	Beschouwing – Chapter 11 en reorganisatieplan	97
5.3.2	Conclusie – Chapter 11 en waarderingsvragen	105
5.4	Scheme of Arrangement en waarderingsvragen	103
5.4.1	Beschouwing – Scheme of Arrangement	103
5.4.2	Conclusie – de Scheme en waarderingsvragen	108
5.5	WCO II en waarderingsvragen	109
5.5.1	Achtergrond en uiteenzetting	109
5.5.2	Geen entreetoets of noodzaakcriterium	114
5.5.3	Gevolgen van de vermogensvergelijking in WCO II	115
5.5.4	Algemene waarborgen en de positie van individuele vermogensverschaffers	117
5.5.5	Positie tegenstemmende klasse	121
5.5.6	Conclusie – WCO II en waarderingsvragen	122

5.6	Concept Restructuring Directive	123
5.6.1	Voorgeschiedenis	123
5.6.2	Concept Restructuring Directive en waarderingsvragen bij de cram down	126
5.6.3	Conclusie – Concept Restructuring Directive en waarderingsvragen	130
5.7	WHOA en relevante waarderingsvragen	131
5.7.1	Inleiding WHOA-voorstel	131
5.7.2	Concept MvT WHOA-voorstel	135
5.7.3	Conclusie – WHOA en waarderingsvragen	143
5.8	Samenvatting en conclusie	144
5.8.1	Financiële herstructureringsvragen en waarderingsvragen	144
5.8.2	Chapter 11	147
5.8.3	Scheme	148
5.8.4	WCO II-voorstel	149
5.8.5	Concept Restructuring Directive	150
5.8.6	WHOA-voorstel	151
5.8.7	Afronding	152
<b>Hoofdstuk 6 Waardeallocatie en de rol van optiewaarde bij herstructureringsvragen</b>		155
6.1	Onderzoeksvraag	155
6.2	Inleiding	155
6.3	Huidige Chapter 11 en de absolute priority rule	159
6.3.1	Korte toelichting Chapter 11 reorganisatieprocedure	160
6.3.2	Absolute priority rule	161
6.4	Een aanbeveling uit het ABI-rapport: de redemption option value	167
6.4.1	Constateringen ABI-rapport	167
6.4.2	Redemption option value	168
6.4.3	Cijfermatige toelichting	172
6.4.4	Tegenwerpingen vanuit financieel-economisch perspectief	173
6.5	WCO II-voorstel en INSOLAD-voorstel met betrekking tot surseance van betaling	175
6.6	Samenvatting en conclusie	182
<b>Hoofdstuk 7 Herstructureringsmiddel voor distressed debt investors: credit bidding</b>		185
7.1	Onderzoeksvraag	185
7.2	Inleiding	185
7.3	Credit bidding naar Amerikaans recht	188
7.4	Executie pand- en hypotheekrecht naar Nederlands recht	194

7.4.1	Executie pandrecht	194
7.4.2	Openbare verkoop	195
7.4.3	Andere wijzen van verkoop	196
7.4.4	Executie hypotheekrecht	197
7.5	Credit bidding naar Nederlands recht?	202
7.5.1	Betaling bij pandexecutie	202
7.5.2	Betaling bij hypotheekexecutie	206
7.6	Samenvatting en conclusies	210
<b>Hoofdstuk 8 Een waarderingskader voor waarderingsopdrachten in juridische procedures</b>		211
8.1	Onderzoeksvraag	211
8.2	Inleiding	211
8.3	Waarderingsrapporten: welke begrippen en welk waarderingsperspectief?	212
8.4	Waardering in juridische context: welk waarderingsperspectief?	215
8.4.1	Enquêterecht	215
8.4.2	Geschillenregeling	217
8.4.3	Uitkoopprocedure	218
8.4.4	Blokkeringsregeling	220
8.4.5	Interventiewet	221
8.4.6	Afsplitsing	222
8.4.7	Tussenconclusie	222
8.5	Waarderingskader	223
8.6	Samenvatting	228
<b>Hoofdstuk 9 Nabetalingsclausules</b>		231
9.1	Inleiding	231
9.2	De nabetalingsclausule nader beschouwd	232
9.3	Conclusie	239
<b>Hoofdstuk 10 Deelvragen: samenvattingen en deelconclusies</b>		241
10.1	Inleiding	241
10.2	Deelvraag 1: toelichting en conclusies	242
10.3	Deelvraag 2: toelichting en conclusies	246
10.4	Deelvraag 3: toelichting en conclusies	249
10.5	Deelvraag 4: toelichting en conclusies	253
10.6	Deelvraag 5: toelichting en conclusies	254

<b>Hoofdstuk 11 Synthese en slotconclusies</b>	261
<b>Hoofdstuk 12 Summary and conclusions</b>	271
12.1 Why this book?	271
12.2 Chapter 2: Problem statement and research questions	271
12.2.1 Problem statement	271
12.2.2 Research questions	275
12.3 Chapter 3: terminology and general valuation framework	275
12.4 Chapter 4: share transfer restrictions (blokkeringsregeling) and valuation issues	278
12.5 Chapter 5: conceptual valuation questions in respect of a pre-insolvency scheme	279
12.6 Chapter 6: option value and pre-insolvency scheme	280
12.7 Chapter 7: credit bidding under Dutch law and the role of valuation	281
12.8 Chapter 8: detailed analysis of the valuation framework in respect of Dutch law proceedings	283
12.9 Conclusion	284
<b>Hoofdstuk 13 Bijlagen</b>	287
13.1 Hoofdstuk 4, Annex A: methodologie, onderzoeksgroep en beknopte onderzoeksresultaten	287
13.1.1 Inleiding	287
13.1.2 Onderzoeksgroep	288
13.1.3 Methodologie van de enquête	290
13.1.4 Onderzoeksresultaten enquête	290
13.2 Hoofdstuk 4, Annex B: enquête waardebeoordeling en de blokkeringsregeling	299
13.3 Hoofdstuk 4, Annex C: overzicht onderzoeksgroep	306
13.4 Hoofdstuk 6, Annex A: twee praktijkvoorbeelden van de liquidatie-analyse in Chapter 11	311
13.4.1 WorldCom Inc. (2003): piecemeal verkoop van activa	311
13.4.2 Calpine Corporation (2007): going concern liquidation	313
<b>Jurisprudentieregister</b>	315
<b>Literatuurlijst</b>	323



## HOOFDSTUK 1

### INLEIDING

*"Value is in the eye of the beholder."*<sup>1</sup>

Deze uitdrukking geeft weer dat waarde subjectief is. Daardoor vormt het al lange tijd een arbitrair onderwerp. Dit is in de juridische wetenschap niet anders. Met de ondersteuning van economen komen juristen vaak in gesprek over de waarde van een goed, hoe de betreffende waardering heeft plaatsgevonden en wat de economische of juridische positie ten aanzien van een goed is. Hierbij kan gedacht worden aan dwalingsvraagstukken over de waarde van bekers uit de Grieks-Romeinse tijd,<sup>2</sup> maar het komt vandaag de dag vaker voor dat de waardering van ondernemingen en aandelen het onderwerp van een analyse of debat is.

In de ondernemingsrechtpraktijk zijn waarderingsvraagstukken relevant bij bijvoorbeeld overnames en desinvesteringen,<sup>3</sup> splitsingen, fusies of juridische procedures. Bij de juridische procedures kan gedacht worden aan de geschillenregeling, de blokkeringsregeling of de uitkoopprocedure. Ook in de insolventierechtpraktijk is waardering van belang, zowel in faillissement als in de fase ervoor wanneer herstructureringen worden doorgevoerd. Ook kan gedacht worden aan de schadeloosstelling op grond van de

- 
- 1 Vgl. M.W. Hungerford, *Molly Bawn* (1878), die schreef *"Beauty is in the eye of the beholder."*
  - 2 HR 19 juni 1959, *NJ* 1960/59, m.nt. J.H. Beekhuis (De Kantharos van Stevensweert): "6. dat – meer in het bijzonder aangaande het onderwerpelijke geval – ten deze door Schoonenberg en van der Linden aan Brom is verkocht een rijk bewerkt zilveren voorwerp, dat stamt uit de Grieks-Romeinse tijd en, zoals ten processe vaststaat, enig in zijn soort is, en uit dien hoofde, hoewel zwaar beschadigd, een uitzonderlijk hoge waarde vertegenwoordigt, welke partijen zelf onschatbaar noemen, en welke ongetwijfeld vele malen de daarvoor door Brom betaalde koopprijs van f 125 beloopt, waarbij echter valt te bedenken, dat een dergelijk stuk geen normale handelswaarde, laat staan marktwaarde heeft en dat alleen speciale musea en verzamelaars een hoge prijs voor een zo zwaar gehavend voorwerp zullen willen betalen;"
  - 3 Voor een overzicht van de verschillende vormen en financiële implicaties van desinvesteringen verwijs ik naar het handboek op dit gebied: T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstukken 27-30.

Interventiewet.<sup>4</sup> Tot slot noem ik de familierechtpraktijk (bijvoorbeeld bij boedelverdeling), de mededingingsrechtpraktijk (bijvoorbeeld bij begroting van kartelschade)<sup>5</sup> en de arbeidsrechtpraktijk (bijvoorbeeld bij winstdelingsregelingen die mede gebaseerd zijn op waardeontwikkeling).<sup>6</sup>

De functie van een waardering is verschillend. Zo kan de waardering verband houden met wijzigingen in de aandelenbelangen, de schadeloosstelling bij onteigening van vermogensrechten,<sup>7</sup> het voldoen aan fiscale of civielrechtelijke voorschriften, informatieverstreking ten behoeve van interne besluitvorming of juist voor de externe financiële verslaggeving.<sup>8</sup>

In genoemde situaties kunnen de opvattingen over gehanteerde definities uiteenlopen, hetgeen tot verwarring (en juridische procedures) kan leiden. Bijvoorbeeld: het simpelweg spreken over liquidatie of liquidatiewaarde is onvoldoende onderscheidend en biedt geen duidelijk uitgangspunt, voornamelijk niet als waarderingsdeskundigen worden ingeschakeld voor juridische vraagstukken.

In dit boek behandel ik vanuit juridisch perspectief enkele vragen over waardering, in het bijzonder bij ondernemingsrechtelijke procedures en financiële herstructureringen. De begrippen “ondernemingsrechtelijke procedures” en “financiële herstructureringen” worden nader toegelicht in respectievelijk paragraaf 2.1 en 3.1. Voor de ondernemingsrechtpraktijk ligt de nadruk op Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (“BW”) en voor de insolventierechtpraktijk op de Faillissementswet (“Fw”) en de beoogde aanpassingen daarvan.

---

4 Het wetsvoorstel werd parlementair behandeld als de ‘Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen’, o.m. Kamerstukken II 2011/12, 33 059, nr. 3 (MvT). Op de Richtlijn 2014/59/EU (*Bank Recovery and Resolution Directive*) en Verordening (EU) 806/2014 (*Single Resolution Mechanism*) ga ik in dit boek niet in. Zie bijv. B.J. Drijber en A. van Toor, ‘Van ESA’s, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht’, *Ondernemingsrecht* 2015/3.

5 Zie bijv. S.W. van den Berg, ‘Schadebegroting bij schendingen van het mededingingsrecht: *how to make one whole again?*’, in: C.J.H. Jansen, A. Knigge en M.M.C. van de Moosdijk (red.), *Kartelschade*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

6 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen, in de juridische praktijk*, Zutphen: uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 28 en 29.

7 Als voorbeeld verwijs ik naar de procedure tot schadeloosstelling inzake SNS; zie o.a. HR 20 maart 2015, ECLI:NL:HR:2015:661, NJ 2015/361, r.o. 4.8.2.

8 Vgl. R. Sman, *Met waardering...ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 18 en 19.



De door mij behandelde vragen en onderwerpen heb ik eerder uitgewerkt in diverse artikelen in juridische tijdschriften.

Voor de ondernemingsrechtelijke procedures heb ik de volgende onderwerpen besproken:

1. De waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en de wijze waarop waarderingsdeskundigen daarmee omgaan (hoofdstuk 4).
2. De waardemaatstaven bij ondernemingsrechtelijke procedures (hoofdstuk 8).

Voor de financiële herstructureringen deed ik onderzoek naar:

3. De waarderingsvragen die een rol spelen bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de *cram down* (hoofdstuk 5).
4. De verdeling van de ondernemingswaarde bij een pre-insolventieakkoord en de rol die optiewaarde daarbij speelt (hoofdstuk 6).
5. De vraag of *credit bidding* naar Nederlands recht mogelijk is en wat daarbij de functie van waardering is (hoofdstuk 7).

Deze onderwerpen worden in dit boek behandeld in de chronologische volgorde waarin de artikelen zijn gepubliceerd. In hoofdstuk 2 presenteer ik in meer detail de opbouw van dit boek en behandel ik de centrale onderzoeksvraag en de bijbehorende deelvragen.



## HOOFDSTUK 2

### OPZET EN ONDERZOEKSVRAGEN

#### 2.1 Doelstelling en onderzoeksvraag

De hoofddoelstelling van dit boek is om vanuit juridisch perspectief enkele waarderingsvragen te onderzoeken die een rol spelen bij ondernemingsrechtelijke procedures en financiële herstructureringen van vennootschappen en de daarmee verbonden ondernemingen. Voor de uitwerking van deze doelstelling hanteer ik de volgende onderzoeksvraag:

*Welke waarderingsvragen doen zich vanuit juridisch perspectief voor bij ondernemingsrechtelijke procedures en financiële herstructureringen?*

Deze vraag kan niet uitputtend worden beantwoord. Daarom heb ik ervoor gekozen vijf deelvragen te behandelen die zich voordoen in de ondernemingsrecht- of insolventierechtpraktijk.

Voor de ondernemingsrechtpraktijk richt ik mij op “ondernemingsrechtelijke procedures”, in dit boek gedefinieerd als de geschillenregeling, de uitkoopprocedure en de blokkeringsregeling. Dit zijn gerechtelijke procedures die voortvloeien uit (geschil)situaties waarin aandeelhouders onderling geen overeenstemming kunnen bereiken over de prijs van de over te dragen aandelen. Waarderingsdeskundigen bieden dan uitkomst door een waardering uit te voeren op grond waarvan wordt bepaald tegen welke prijs de aandelen moeten worden overgedragen. In de gerechtelijke procedures wordt de prijs gelijk gesteld aan de waarde. Dit hoeft uiteraard niet zo te zijn. In een markttransactie is de prijs namelijk het resultaat van een onderhandelingsproces. Anders gezegd:

*“Value is what you get, price is what you pay.”<sup>1</sup>*

---

1 Berkshire Hathaway 2008 Annual Report Chairman’s Letter, maart 2009. Buffett schreef: “Long ago, Ben Graham taught me that ‘Price is what you pay; value is what you get.’ Whether we’re talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down.”

Zowel wat betreft de te maken veronderstellingen (bijvoorbeeld: moet worden uitgegaan van een prijs bij verkoop in de markt, of juist van de waarde voor de huidige aandeelhouder) als de technische uitvoering (bijvoorbeeld: moet rekening worden gehouden met minderheidskortingen of meerderheidspremies) zijn er voor een deskundige veel dilemma's. Daar ga ik bij de betreffende deelvragen op in.

Voor de insolventierechtpraktijk richt ik mij op financiële herstructureringen en vragen die actueel zijn als gevolg van binnen het insolventierecht gepresenteerde wetsvoorstellen. De te bespreken wetsvoorstellen (tot aanpassing van onder andere de Faillissementswet) zien voornamelijk op de zogenoemde dwangakkoorden buiten faillissement. Op dit moment kent de Nederlandse wet geen pre-insolventieakkoorden of dwangakkoorden buiten faillissement.<sup>2</sup> Mede onder invloed van de Europese Commissie, is de wetgever nu enkele jaren bezig met het ontwerpen van een herstructureringsmiddel om bedrijven in financiële moeilijkheden te helpen om een financiële herstructurering – buiten faillissement – eenvoudiger door te laten voeren.

Bij een financiële herstructurering wordt de vermogensstructuur gewijzigd. Om de financiële herstructurering met een akkoord te kunnen implementeren is het noodzakelijk om te bepalen welke vermogensverschaffers onder het akkoord aanspraak maken op een uitkering of een belang in de onderneming. Zonder de vaststelling van de waarde kan niet worden bepaald welke vermogensverschaffers, op grond van hun juridische rang, aanspraak kunnen maken op de ondernemingswaarde. Omdat de onderneming niet aan derden wordt verkocht, komt geen prijsvorming op een markt tot stand. Aan de basis van elke financiële herstructurering door middel van een akkoord ligt daarom een waardering van de onderneming ten grondslag.<sup>3</sup> Welke waardering dit moet zijn en hoe bepaald moet worden welke rechten individuele vermogensverschaffers of klassen van vermogensverschaffers hebben, zijn vragen die in dit boek aan bod komen.

---

2 In uitzonderlijke gevallen kan een dwarsliggende schuldeiser door de rechter worden veroordeeld mee te werken aan een buitengerechtelijk schuldeisersakkoord, inhoudende dat een schuldeiser wordt bevolen het aanbod tot betaling van een percentage van zijn vordering tegen finale kwijting te aanvaarden. Meer hierover in § 2.3.

3 Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 53.

Kortom, ik behandel in dit boek (enkele) waarderingsvragen die een rol spelen rondom waardering, in het bijzonder in de ondernemingsrecht- en insolventierechtpraktijk.

De waarde van een onderneming associeert men vaak met een waardering, een waarderingsmethode. Er zijn meerdere methoden om ondernemingen te waarderen. De voornaamste methode is de *Discounted Cash Flow* (DCF) methode.<sup>4</sup> De meest gehanteerde variant daarvan is de *enterprise-DCF* methode.<sup>5</sup> Hiermee wordt de ondernemingswaarde (de *enterprise value*) geschat. Om vervolgens de aandelenwaarde (de *equity value*) te berekenen moet, kort gezegd, vreemd vermogen van de ondernemingswaarde worden afgetrokken.<sup>6</sup> Tenzij het voor de te bespreken materie relevant is om onderscheid te maken tussen de waardering van de onderneming of van aandelen, spreek ik slechts over waardering.

Jurisprudentie over waardering geeft weer dat de waarderingsmethode voor deskundigen tot dilemma's en vragen leidt.<sup>7</sup> Zo kan bij de DCF-methode discussie bestaan over de toe te passen *weighted average cost of capital* (de "WACC") en de componenten daarvan (bijvoorbeeld de hoogte

4 Naast de enterprise DCF-methode wordt de *multiples*-analyse vaak toegepast. Deze methode bespreek ik in § 3.2.5.

5 Andere methoden die zijn gebaseerd op de discounted cash flow zijn: de *adjusted present value* methode, de *capital cash flow* methode en de *equity cash flow* methode. Zie voor een toelichting: T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 8.

6 De werkelijkheid is gecompliceerder. Om de *enterprise value* te berekenen moet bij de berekening van de waarde van de operationele activiteiten (*operating assets*) de waarde van de niet-operationele activiteiten (zoals de overtollige liquide middelen (*excess cash*) en de niet-operationeel geconsolideerde deelnemingen (*non-controlled interests*)) worden opgeteld. Om vervolgens de *equity value* te berekenen moeten het vreemd vermogen en de schuldequivalenten (*debt equivalents*) (zoals een pensioenverzekering) van de *enterprise value* worden afgetrokken. Een andere definitie van enterprise value is de marktwaarde van het eigen vermogen plus de rentedragende schulden minus overtollige liquide middelen. Deze twee opvattingen zijn slechts dan gelijk als (o.a.) geen overtollige kasgelden aanwezig zijn. Voor een toelichting verwijs ik naar: T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, p. 139 en 317; A. Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., 2006, 2<sup>e</sup> druk, p. 298.

7 Bijvoorbeeld: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 11 juli 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2697; Rb Noord-Holland, 24 mei 2017, ECLI:NL:RBNHO:2017:4274, JOR 2017/313; Gerechtshof Amsterdam 16 februari 2010, JOR 2010/96; Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 oktober 2008, JOR 2008/333; Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 april 2003, JOR 2003/144; Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 13 februari 2003, JOR 2003/86; Rb Roermond 5 juli 2011, JOR 2011/284.

van de *market risk premium*),<sup>8</sup> de te hanteren formule voor de *continuing* of *terminal value*,<sup>9</sup> het schatten van de *free cash flows*,<sup>10</sup> het verwerken van de kosten van *financial distress* etc.<sup>11</sup> In dit boek worden deze technische(re) waarderingsvragen niet behandeld. Daarvoor verwijs ik naar de in ruime mate beschikbaar zijnde (Amerikaanse) handboeken.<sup>12</sup> Ik zal in hoofdstuk 3 toelichten dat aan de selectie van de waarderingsmethode enkele belangrijke keuzes vooraf gaan. Aan de hand van het in paragraaf 3.2 weergegeven waarderingskader licht ik toe welke dit zijn en op welke onderdelen ik mij voornamelijk richt.

De vijf deelvragen zijn behandeld in verschillende door mij geschreven artikelen die de afgelopen jaren zijn gepubliceerd. De artikelen zijn in bewerkte vorm in dit boek opgenomen en qua terminologie onderling consistent gemaakt. Hoewel de artikelen in chronologische volgorde van publicatiedatum worden behandeld, is het (met uitzondering van het afrondende hoofdstuk 11) niet noodzakelijk om de hoofdstukken in die volgorde te lezen. Daardoor zijn de hoofdstukken niet alleen achter elkaar maar ook zelfstandig te lezen. De keerzijde hiervan is dat overkoepelende onderwerpen soms gedeeltelijk worden herhaald.

- 8 E. Scott Mayfield, 'Estimating the Market Risk Premium', *Journal of Financial Economics*, 73, no. 3 September 2004, p. 465-496; A. Damodaran, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition*, 14 maart 2015; E.R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011, hoofdstuk 3 (*The equity premium and the cost of capital*).
- 9 T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 12 (*Estimating continuing value*).
- 10 T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstukken 9 – 11.
- 11 A. Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., 2006, 2<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 17 (*The cost of distress*); A. Damodaran, 'Valuing Distressed and Declining Companies', *New York University – Stern School of Business*, June 2009.
- 12 Zie bijv. T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 8; A. Damodaran, *The dark side of valuation*, 2010, 2<sup>e</sup> druk, p. 329-343; W.G.M., *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. Groningen), p. 213; W.G.M. Holterman, 'Waardebepaling en waarderingsmethoden (2)', *De Accountant*, januari 1994, nr. 5, p. 341; W.G.M. Holterman, 'Waardebepaling en waarderingsmethoden', *Maandblad voor accounting en bedrijfseconomie*, 1994/68, nr. 11, p. 607-608; R. Sman, *Met waardering...ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 83-84; P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen, in de juridische praktijk*, Zutphen: uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 53.

De vijf deelvragen zijn:

1. Wat zijn de waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en op welke wijze gaan waarderingsdeskundigen daarmee om?
2. Welke waarderingsvragen spelen een rol bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de toets voor de *cram down*?
3. Welke rol speelt optiewaarde bij een pre-insolventieakkoord?
4. Is *credit bidding* naar Nederlands recht mogelijk en wat is daarbij de functie van waardering?
5. Welke waardemaatstaven spelen een rol bij ondernemingsrechtelijke procedures en is het mogelijk een waarderingskader te formuleren voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures?

## 2.2 Deelvraag 1 – Waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling

In hoofdstuk 1 is weergegeven dat waardering binnen meerdere rechtspraktijken van belang is. Binnen het ondernemingsrecht is er relatief weinig rechtspraak over waardering voor de blokkeringsregeling. Met de invoering van de Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van Boek 2 van het BW in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht (de "**Flex-BV**"))<sup>13</sup> is de wettelijke blokkeringsregeling per 1 oktober 2012 gewijzigd waardoor uittreding van aandeelhouders eenvoudiger kan plaatsvinden en er mogelijkheden zijn om prijsbepalingsregels statutair vorm te geven.<sup>14</sup>

Als in de statuten geen prijsbepalingsregeling is opgenomen en aandeelhouders vasthouden aan de wettelijke aanbiedingsregeling, leidt dit in de regel nog steeds tot prijsvaststelling door een deskundige. Een aandeelhouder die de aandelen overneemt van de uittredende aandeelhouder dient namelijk, indien de verkoper dit verlangt, een prijs gelijk aan de waarde te betalen. Deze waarde moet worden vastgesteld door één of meer onafhankelijke deskundigen. Uit door mij met waarderingsdeskundigen gevoerde interviews blijkt dat waarderingsdeskundigen dilemma's ervaren bij het uitvoeren van de waarderingsopdracht. Daarom stel ik de volgende deelvraag:

---

<sup>13</sup> Staatsblad 2012, 299; Staatsblad 2012, 301.

<sup>14</sup> Art. 2:195 lid 1 en 4 BW.

---

*Deelvraag 1: Wat zijn de waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en op welke wijze gaan waarderingsdeskundigen daarmee om?*

Naar die waarderingsdilemma's en de wijze waarop waarderingsdeskundigen daarmee omgaan, heb ik in 2013 empirisch onderzoek gedaan. Hierbij is ook beoogd inzicht te krijgen in de opvattingen van waarderingsdeskundigen over prijsbepalingsregels, meer specifiek de (financieel-economische) variabelen die daarbij relevant zijn. Dit kan behulpzaam zijn bij het opstellen van een statutaire, maar ook contractuele prijsbepalingsregeling in respectievelijk de statuten en de aandeelhoudersovereenkomst.

Deelvraag 1 wordt behandeld in hoofdstuk 4 (*De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen*).<sup>15</sup>

### **2.3 Deelvraag 2 – Waarderingsvragen bij pre-insolventieakkoorden**

Bij de deelvragen 2 t/m 4 ga ik in op enkele aspecten van waardering in de herstructurerings- en insolventierechtpraktijk en in het bijzonder bij een pre-insolventieakkoord.

Bij een schuldeisersakkoord in faillissement (of de surseance van betaling) is in beginsel – slechts – de gewone meerderheid van de verschenen stemgerechtigde schuldeisers vereist, die ten minste de helft van het bedrag aan schuldvorderingen vertegenwoordigen.<sup>16</sup> Daarnaast geldt dat als het voorstel wordt verworpen de rechter het akkoord alsnog kan vaststellen als ware het aangenomen indien (a) drie vierde van de stemgerechtigde concurrente schuldeisers voor het akkoord heeft gestemd, en (b) de verwerping van het akkoord het gevolg is van het tegenstemmen van een of meer schuldeisers die, alle omstandigheden in aanmerking genomen en in het bijzonder het percentage dat die schuldeisers – zou de boedel worden verveend – naar verwachting aan betaling op hun vordering zullen ontvangen, in redelijkheid niet tot dit stemgedrag hebben kunnen komen.<sup>17</sup> De rechtbank kan de homologatie weigeren als de baten van de boedel de

---

15 Hoofdstuk 4 is als artikel gepubliceerd in het tijdschrift *Ondernemingsrecht*, november 2013, aflevering 16, nr. 113.

16 Art. 145, 268 en 332 lid 3 Fw.

17 Art. 146, 268a en 332 lid 4 Fw. Vgl. bijv. r.o. 36, Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 21 juli 2006, JOR 2015/317.



som, bij het akkoord bedongen, aanmerkelijk te boven gaan.<sup>18</sup> Hiervoor is een waardering noodzakelijk die inzicht biedt in de geschatte waarde van het in faillissement te vereffenen vermogen van de schuldenaar.

Buiten faillissement gelden voor een onderhands akkoord met schuldeisers – op dit moment – de algemene beginselen van het vermogensrecht en kunnen schuldeisers aanspraak maken op volledige betaling van hun vordering. De Nederlandse (faillissements)wet kent – op het moment van schrijven van dit boek – nog geen pre-insolventieakkoord. Tenzij bij het aangaan van (bijvoorbeeld) een syndicaatslening anders overeengekomen, is voor een wijziging van een leningovereenkomst in beginsel instemming van alle betrokken schuldeisers vereist. In het (uitzonderlijke) geval van dwangdeelname aan een buitengerechtelijk akkoord kan een dwarsliggende schuldeiser door de rechter worden veroordeeld mee te werken aan een buitengerechtelijk schuldeisersakkoord, inhoudende dat een schuldeiser wordt bevolen het aanbod tot betaling van een percentage van zijn vordering tegen finale kwijting te aanvaarden.

De Hoge Raad heeft bepaald dat bij de toewijzing van een vordering tot medewerking aan een buitengerechtelijk akkoord terughoudendheid is geboden en dat slechts onder zeer bijzondere omstandigheden plaats kan zijn voor een bevel aan een schuldeiser om aan de uitvoering van een hem aangeboden akkoord mee te werken. Het ligt in beginsel op de weg van de schuldenaar die zodanige medewerking in rechte wenst af te dwingen de specifieke feiten en omstandigheden te stellen en, zo nodig, te bewijzen, waaruit kan worden afgeleid dat de schuldeiser naar redelijkheid niet tot weigering van instemming met het akkoord heeft kunnen komen.<sup>19</sup> Voor de vraag of de betreffende schuldeiser al dan niet terecht dwarsligt, wordt een redelijkheidstoets gehanteerd. Blijkens de literatuur en jurisprudentie weegt in deze analyse voornamelijk het criterium van vermogensvergelijking zwaar.<sup>20</sup> De vraag is of een schuldeiser bij een minnelijke regeling

18 Art. 153 en 272 Fw. Zie: Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 21 juli 2015, JOR 2015/317.

19 HR 12 augustus 2005, NJ 2006/230 en JOR 2005/257 (Groenemeijer/Payroll); Rb Almelo 4 februari 1998, JOR 1998/66; Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 22 december 2015, JOR 2016/81; HR 24 maart 2017, JOR 2017/209 (Mondia Investment/Van de Meent q.q. (V&D)). Zie voorts: B. Wessels, 'Dwangdeelname aan een onderhands akkoord', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 384 e.v.

20 Zie o.a. HR 21 mei 1999, NJ 1999/507 (Kerkhof en Wekking/Spoelstra). Vgl. T.J.H. Akkermans, *De informele reorganisatie van insolvente ondernemingen*, Tilburg: Celsus juridische uitgeverij 2009, p. 28.

een hoger bedrag dan wel een snellere aflossing kan verwachten dan bijvoorbeeld in faillissement.<sup>21</sup> De schuldenaar moet daarbij aannemelijk maken dat het niet bereiken van een akkoord tot een faillissement zal leiden als gevolg waarvan de schuldeiser (veel) minder zal ontvangen.

Omdat de instemming van de schuldeisers aan wie het akkoord wordt aangeboden noodzakelijk is voor een consensueel akkoord en gezien voorgaande strenge toets om medewerking via de rechter af te dwingen, wordt een (unaniem) consensueel akkoord vaak niet bereikt. Hiervoor kan een dwangakkoord buiten faillissement een oplossing zijn. Tollenaar omschrijft het dwangakkoord als volgt:

“Met de term “dwangakkoord” wordt bedoeld op een mechanisme waarbij een voorstel, een akkoord, aan een groep vermogensverschaffers van een schuldenaar wordt voorgelegd en in stemming gebracht en onder bepaalde voorwaarden aan tegenstemmende partijen kan worden opgelegd. De binding van de tegenstemmende minderheid is gebaseerd op een democratische beslissing van een vóór stemmende meerderheid. Omdat de tegenstemmende partijen tegen hun wil kunnen worden gebonden, wordt gesproken van een dwangakkoord.”<sup>22</sup>

Bij een dwangakkoord of pre-insolventieakkoord (ik gebruik de termen in dit boek door elkaar heen) speelt waardering een centrale rol. De waardering toont aan hoe groot de spreekwoordelijke taart is die kan worden verdeeld. Het voorgestelde akkoord geeft weer hoe de betreffende taart/waarde over de vermogensverschaffers wordt verdeeld. Die verdeling kan inhouden dat aan een vermogensverschaffer een bepaald (nieuw) schuldinstrument of aandeel wordt toegekend. Voor de waardebepaling van een schuldinstrument is ook een waardering nodig. In dit verband stel ik de volgende deelvraag:

*Deelvraag 2: Welke waarderingsvragen spelen een rol bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de toets voor de cram down?*

Het begrip “*cram down*” houdt, beknopt weergegeven, in dat de tegen een akkoord stemmende vermogensverschaffer toch aan het akkoord wordt gebonden.<sup>23</sup> Bij de beantwoording van deze deelvraag zal ik eerst op

---

21 Gerechtshof Arnhem 11 januari 2005, ECLI:NL:GHARN:2005:AT7490.

22 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 1.

23 Onderscheid kan worden gemaakt tussen de cram down van vermogensverschaffers binnen een klasse (de zogenoemde horizontale cram down) of de cram down van een gehele klasse (de verticale of cross class cram down).

grond van een financieel-economische benadering de gevolgen van een financiële herstructurering beschouwen. Hiervoor beantwoord ik de vraag welke waarderingen noodzakelijk zijn om te beoordelen of een financiële herstructurering waarde creëert voor alle vermogensverschaffers. Om vervolgens te bepalen of het akkoord al dan niet redelijk is voor individuele vermogensverschaffers moet worden beoordeeld wat de waarde van de vermogenstitels van individuele vermogensverschaffers is met en zonder de financiële herstructurering.<sup>24</sup>

Aan de hand van bovengenoemde analyse, ga ik vervolgens in op enkele internationale stelsels en nationale wetgevingsvoorstellen, waarbij ik zal toelichten welke rol waardering daarin speelt. Specifiek zal ik in dit boek vanuit juridisch perspectief ingaan op waardering in de Amerikaanse Chapter 11 procedure (**"Chapter 11"**), de Engelse Scheme of Arrangement (**"Scheme"**), het door het Ministerie van Veiligheid en Justitie op 14 augustus 2014 ter consultatie gepresenteerde voorontwerp voor een wetsvoorstel voor de Wet Continuïteit Ondernemingen II (**"WCO II"** of **"WCO II-voorstel"**) en een concept memorie van toelichting daarbij (**"Concept MvT WCO II"**),<sup>25</sup> het op 22 november 2016 door de Europese Commissie gepresenteerde *"Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU"* (de **"Concept Restructuring Directive"**),<sup>26</sup> het door het Ministerie van Veiligheid en Justitie op 5 september 2017 ter consultatie gepresenteerde voorontwerp voor een wetsvoorstel tot Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot homologatie van een onderhands akkoord om een dreigend faillissement af te wenden (*Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement*) (**"WHOA-voorstel"**) en een concept memorie van toelichting daarbij (**"Concept MvT WHOA"**).<sup>27</sup> Het WHOA-voorstel is een aanpassing van het WCO II-voorstel.

24 T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, p. 309-310, p. 325-327.

25 Het WCO II-voorstel is te raadplegen via: [www.internetconsultatie.nl/wco2](http://www.internetconsultatie.nl/wco2).

26 COM(2016) 723 final.

27 Het WHOA-voorstel is te raadplegen via: [www.internetconsultatie.nl/wethomologatie](http://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie).

Op het moment van afronden van het manuscript van dit boek was de consultatie van het WHOA-voorstel, hetgeen dus een voorontwerp voor een wetsvoorstel betrof, afgerond. Het is op het moment van afronding van dit boek wachten op een al dan niet (gedeeltelijk) aangepaste versie die ter advisering aan de Raad van State wordt voorgelegd.<sup>28</sup>

Deelvraag 2 wordt behandeld in hoofdstuk 5 (*Waarderingsvragen bij een pre-insolventieakkoord*). Hoofdstuk 5 is een bewerking van het artikel 'WCO II: de cram down beschouwd vanuit waarderingsperspectief', zoals dat is gepubliceerd in het tijdschrift *Financiering, Zekerheden en Insolventierecht-praktijk* ("FIP"), oktober 2014, nr. 7, en het artikel 'WCOA: de cram down beschouwd vanuit waarderingsperspectief', zoals dat is gepubliceerd in het *Tijdschrift voor Insolventierecht* ("Tvi"), jaargang 23, november/december 2017, nr. 6.

## 2.4 Deelvraag 3 – Rol van optiewaarden bij een pre-insolventieakkoord

Herstructureringsprocessen met omvangrijke leningen en meerdere vermogensverschaffers duren vaak lang. Dit komt bijvoorbeeld doordat partijen geen consensus kunnen bereiken over de ondernemingswaarde en/of de herstructureringsstrategie. Het probleem bij een waardering is dat er belangenconflicten bestaan tussen de betrokken vermogensverschaffers.<sup>29</sup> Partijen hebben een verschil van mening over het toekomstperspectief van de onderneming en de hoogte van de daarbij geschatte kasstromen.

Daarnaast is het zo dat een waardering een momentopname is, waarin verwachtingen over de toekomst besloten liggen. Bij een waardering is daarom ontegenzeggelijk sprake van waarderingsonzekerheid. De onzekerheid over verwachte kasstromen kan worden beperkt door een gedegen analyse van de historische prestaties van de onderneming, de markt- en concurrentiepositie van de ondernemingen etc.<sup>30</sup> Deze analyse wordt ingewikkelder naarmate de markt volatieler is en de onderneming zich niet

---

28 Voortgangsbrief programma herijking faillissementsrecht d.d. 11 september 2018, p. 3.

29 Zie bijv. S.C. Gilson, 'Investing in Distressed Situations: A Market Survey', *Financial Analysts Journal*, November 1995, p. 19.

30 T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 11 (*Forecasting performance*).

langer in een stabiele omgeving bevindt. Dit is bijvoorbeeld het geval bij een onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt. Dit brengt onduidelijkheid en onzekerheid met zich mee, hetgeen zich vertaalt in een mindere mate van voorspelbaarheid van de kasstromen en daarmee ook van de ondernemingswaarde. Dit is uiteraard niet alleen een probleem in het Nederlandse stelsel, maar ook in de genoemde buitenlandse herstructureringsstelsels.

Om ondanks deze waarderingsonzekerheid (en de uiteenlopende opvattingen over de waardering) een herstructurering in een korte periode te realiseren (en sneller dan nu het geval is) heeft het American Bankruptcy Institute (“ABI”) een voorstel gedaan, hetgeen onderdeel uitmaakt van het door ABI op 8 december 2014 gepresenteerde rapport met aanbevelingen voor wijzigingen van Chapter 11: het *“Final Report and Recommendations on the Reform of Chapter 11”* (het “ABI-rapport”).

Het ABI-rapport gaat uit van de gedachte dat het onredelijk is om de belangen van een vermogensverschaffer te bepalen en eventueel aan te passen op grond van een momentopname. Voor de berekening van de reorganisatiewaarde, welk begrip wordt toegelicht in paragraaf 3.4, wordt namelijk uitgegaan van een ondernemingswaarde op één moment. Met een waardebeoordeling die bijvoorbeeld in het verleden heeft plaatsgevonden, wordt geen rekening gehouden. Ook met mogelijke waardeinstijgingen van de ondernemingswaarde, of een optiewaarde (de waarde van de kans dat de ondernemingswaarde stijgt),<sup>31</sup> wordt geen rekening gehouden.

Het ABI-rapport houdt er rekening mee dat de waardering (en dus de inschatting van de toekomstige kasstromen) op het moment van herstructureren te laag kan zijn. Om dit te ondervangen, heeft ABI voorgesteld om de klasse vermogensverschaffers die op grond van de reorganisatiewaarde<sup>32</sup> *net out of the money* is, een gedeelte van de optiewaarde (de kans op een waardeinstijging die niet in de reorganisatiewaarde tot uiting komt)

31 Tollenaar definieert de optiewaarde als volgt: “De waarde van de kans dat de waarde van de onderneming binnen een zekere periode na de peildatum uitstijgt boven de waarde per de peildatum, waarbij de waarde per de peildatum wordt bepaald zonder rekening te houden met de kans op een waardeinstijging in de toekomst.” Zie: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 5.9.9.

32 ABI-rapport, section VI.C.1., bijv. p. 207: “(...) the enterprise value attributable to the reorganized business entity (...).”

toe te kennen.<sup>33</sup> Het gaat hier niet om alle vermogensverschaffers, maar slechts om de klasse vermogensverschaffers die bij een hogere waardering als eerste aanspraak maakt op waarde/een belang in de onderneming (aandelen of schuldinstrumenten). Chapter 11 van de U.S. Bankruptcy Code zou volgens ABI zo moeten worden gewijzigd dat de rechter het akkoord kan goedkeuren als aan deze tegenstemmende (net out of the money zijnde) klasse een gedeelte van de mogelijke waardevermindering van de onderneming wordt toegekend. De toe te rekenen waarde moet volgens ABI gebaseerd worden op de (theoretische berekening van de) *redemption option value*. De redemption option value betreft de waarde van de hypothetische optie om de gehele onderneming te kopen tegen een uitoefenprijs gelijk aan de nominale waarde van de vorderingen van de (senior) in the money crediteuren (de “*redemption price*”) en met een looptijd gelijk aan drie jaar na de opening van de Chapter 11 procedure (de “*redemption period*”).<sup>34</sup> Deze hypothetische optie vertegenwoordigt (in theorie) waarde voor het geval dat de onderneming meer waard wordt dan de nominale waarde van de vorderingen van de in the money crediteuren.<sup>35</sup> Gelet op het bovenstaande stel ik de volgende deelvraag:

*Deelvraag 3: Welke rol speelt optiewaarde bij een pre-insolventieakkoord?*

Deelvraag 3 wordt behandeld in hoofdstuk 6 (*Waardeallocatie en de rol van optiewaarden bij herstructurerings*).<sup>36</sup>

## 2.5 Deelvraag 4 – Loan-to-own strategie naar Nederlands recht

Deelvraag 4 gaat in op een investeringsstrategie van *distressed debt investors* in de Verenigde Staten, te weten de *loan-to-own* strategie. Een variant van de loan-to-own strategie houdt in dat een gesecureerde vordering op een

33 ABI-rapport, section VI.C.1., bijv. p. 208: “(...) an immediately junior class that might otherwise be permanently cut off from receiving value based on the reorganization value as of the effective date of the plan (...) should be entitled to an allocation of value referred to as the “redemption option value” attributable to such class, (...)”

34 ABI-rapport, p. 219 en 221.

35 Koopopties van aandelen (*call options*) worden slechts uitgeoefend als de waarde van de onderliggende aandelen (de *stock price*) boven de uitoefenprijs (*strike price*) ligt. Van deze optie wordt gezegd dat die *in the money* is. Als de stock price gelijk is aan de strike price, dan geldt dat de optie *at the money* is. Als de stock price onder de strike price ligt, dan geldt dat een call optie *out of the money* is. Zie: J.C. Hull, *Options Futures and Other Derivatives*, 2002, p. 189.

36 Hoofdstuk 6 is als artikel gepubliceerd in *TvI*, jaargang 21, september/oktober 2015, nr. 5.

schuldenaar wordt gekocht, waarna gedurende een Chapter 11 procedure (i) de vermogensstructuur van de schuldenaar zo wordt gewijzigd dat de betreffende schuld wordt omgezet in aandelenkapitaal, of (ii) de zekerheidsgerechtigde bij executie meebiedt op het onderpand met als doel om het onderpand zelf te kopen.<sup>37</sup> In het Amerikaanse rechtssysteem kan bij variant (ii) gebruik worden gemaakt van *credit bidding*, hetgeen inhoudt dat de zekerheidsgerechtigde in een executietraject de koopprijs van het goed verrekent met een bedrag ter hoogte van maximaal de uitstaande schuld van de leningnemer aan de leninggever.

Credit bidding is voor een investeerder gunstig omdat, nadat de gereduceerde koopprijs voor de gecureerde vordering in een eerder stadium is voldaan, bij de executie van het zekerheidsrecht geen additionele liquiditeit is vereist. Een kasrondje wordt voorkomen. Hoe groter het verschil tussen de aankoopprijs van de nominale vordering en de waarde van het uitgewonnen goed, des te lucratiever de transactie. Omdat de hoogte van het rendement van de loan-to-own strategie mede afhangt van de waarde van het onderpand (bijvoorbeeld de waarde van verpande aandelen) zullen investeerders waarderingen uitvoeren om hun strategie te analyseren. In dit kader stel ik de volgende deelvraag:

*Deelvraag 4: Is credit bidding naar Nederlands recht mogelijk en wat is daarbij de functie van waardering?*

Deelvraag 4 wordt behandeld in hoofdstuk 7 (*Herstructureringsmiddel voor distressed debt Investors: credit bidding*).<sup>38</sup>

## 2.6 Deelvraag 5 – Waarderingsvragen bij ondernemingsrechtelijke procedures

Deelvraag 1 ging in op waardering bij de blokkeringsregeling. In het ondernemingsrecht speelt de waardering van ondernemingen en aandelen echter in meer wettelijke bepalingen een rol, zoals bij de geschillenregeling en de uitkoopprocedure. De voornoemde procedures of regelingen vat ik samen als ondernemingsrechtelijke procedures. Om tot een waardering van

<sup>37</sup> Vgl. G.Á.C. Orbán en R.J. de Weijis, 'Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar Amerikaans en Nederlands recht', *TvI* 2016/15.

<sup>38</sup> Hoofdstuk 7 is als artikel gepubliceerd in het tijdschrift *Ondernemingsrecht*, juni 2016, aflevering 8, nr. 61.

aandelen te komen, worden in de ondernemingsrechtelijke procedures vaak waarderingsopdrachten verstrekt aan waarderingsdeskundigen. In de wet, rechtspraak, literatuur en waarderingsrapporten worden uiteenlopende definities voor waarde gehanteerd. Dit draagt niet bij aan een transparant kader en kan leiden tot miscommunicatie. Ook het feit dat een waardering in grote mate een schattingsvraagstuk is,<sup>39</sup> leidt ertoe dat waardering vaak een arbitrair onderwerp is. Verschillende situaties leiden tot andere benaderingen van de waardering. Zonder te duiden in welke waarderingscontext de waardering plaatsvindt en wat daarvan de implicaties zijn, is de uitkomst nietszeggend.<sup>40</sup>

Naar waardering is veel (Engelstalig) onderzoek gedaan, maar de in de doctrine ontwikkelde inzichten worden bij het verstrekken van waarderingsopdrachten nauwelijks toegepast. Vaak geldt slechts dat *“de prijs gelijk aan de waarde”* moet worden vastgesteld, hetgeen gezien het in hoofdstuk 3 te presenteren overzicht een onduidelijke en te beperkt ingekaderde waarderingsopdracht is. Teneinde te komen tot een duidelijker waarderingsproces met minder arbitraire uitkomsten stel ik de volgende deelvraag:

*Deelvraag 5: Welke waardemaatstaven spelen een rol bij ondernemingsrechtelijke procedures en is het mogelijk een waarderingskader te formuleren voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures?*

Deelvraag 5 wordt behandeld in hoofdstuk 8 (*Een waarderingskader voor waarderingsopdrachten in juridische procedures*).<sup>41</sup>

---

39 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 67 e.v.

40 F. Krens, 'Waardebepaling van ondernemingen bij fusies of overnames' in: G.M.F. Snijders e.a., *Overnemen, een hele onderneming*, Deventer: Kluwer 1998, p. 219; S.P. Pratt, *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, McGraw-Hill, 2008, p. 41.

41 Hoofdstuk 8 is als artikel gepubliceerd in het tijdschrift *Ondernemingsrecht*, oktober 2017, aflevering 15, nr. 125 (*Een waarderingskader voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures*) en in bewerkte vorm in de bundel *Vereniging Jaarrekeningenrecht – Bundel 2016-2018*.



## HOOFDSTUK 3

### RELEVANTE TERMINOLOGIE EN WAARDERINGSKADER

Voordat ik de deelvragen ga behandelen, licht ik het begrip “herstructureren” toe en schets ik een waarderingskader. Onder een waarderingskader versta ik de vragen die men zich stelt (of zou moeten stellen) voordat aan de technische uitvoering van de waardering, de daadwerkelijke berekening, wordt begonnen. Daarbij ga ik beknopt in op de gehanteerde terminologie. Hiermee bied ik een overzicht dat als uitgangspunt geldt voor de rest van dit boek.

#### 3.1 Herstructureren

De centrale onderzoeksvraag verwijst naar waarderingsvragen bij financiële herstructureren. Het begrip herstructurering is geen eenduidig maar een relatief open begrip.<sup>1</sup> Er zijn verschillende onderverdelingen te maken maar voor het doel van dit boek maak ik het onderscheid dat een herstructurering van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en) operationeel, vennootschapsrechtelijk of financieel van aard kan zijn.<sup>2</sup>

Een operationele herstructurering betreft de herstructurering van bedrijfsactiviteiten van de onderneming, bijvoorbeeld het inkrimpen of afstoten van activiteiten. Bij vennootschapsrechtelijke herstructureren gaat het

---

1 Voor voorbeelden van indelingen van het begrip herstructurering verwijs ik naar: W.J. Slagter, *Herstructurering en reorganisatie*, Deel 10 (Re)organisatie, Fusie en Overname, Zutphen: Uitgeverij Paris, 2011, p: 14 en 87 e.v.; R.D. Vriesendorp, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2013, p. 5; B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht*, deel II, Deventer: Wolters Kluwer 2013, negende druk, p. 2314; F. Bos, ‘Herstructurering van ondernemingen’ in: H. Schenk e.a., *Fusies & Acquisities*, Dordrecht: Elsevier Business Intelligence 2002, p. 387-388.

2 Terwijl deze driedeling vanuit juridisch perspectief logisch lijkt, wordt vanuit bedrijfseconomisch perspectief ook wel een tweedeling gemaakt met enerzijds de vennootschappelijke herstructurering en anderzijds zowel de operationele als de financiële herstructurering.

om juridische structuurwijzigingen zoals een (grensoverschrijdende) omzetting, (grensoverschrijdende) juridische fusie of splitsing van de vennootschap. Bij financiële herstructureringsoperaties gaat het om wijzigingen van de (samenstelling en voorwaarden van de) vermogensstructuur die noodzakelijk zijn omdat die niet langer aansluit op de verdien capaciteit van de onderneming.<sup>3</sup> Een financiële herstructurering kan bijvoorbeeld inhouden: een schuld omzetting (*debt-for-equity swap*),<sup>4</sup> de aanpassing van financieringsvoorwaarden (denk aan rente en financieringscovenanten), een aandelenemissie, additionele schuld financiering, of een combinatie hiervan.<sup>5</sup>

In de op 22 november 2016 gepresenteerde Europese concept richtlijn voor, kort gezegd, preventieve herstructureringsstelsels hanteert de Europese Commissie voor het begrip herstructurering de volgende omschrijving:

“Het wijzigen van de samenstelling, de voorwaarden of de structuur van de activa en passiva van een debiteur of van een ander deel van de kapitaalstructuur van de debiteur, met inbegrip van aandelenkapitaal, of een combinatie van deze elementen, met inbegrip van de verkoop van activa of bedrijfsonderdelen, met het doel de onderneming in staat te stellen haar activiteiten geheel of gedeeltelijk voort te zetten.”<sup>6</sup>

De door de Europese Commissie gehanteerde omschrijving is ruim en ziet op operationele en financiële herstructureringsoperaties. Zowel wijzigingen aan de activa- als de passivazijde (eigen en vreemd vermogen) vallen onder de noemer van een herstructurering, mits deze wijzigingen plaatsvinden met

3 S. Slatter e.a., *Corporate Recovery, Managing Companies in Distress*, Washington D.C.: Beard Books 2004, p. 90-91, p. 308 e.v.; R.A. Brealey e.a., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill 2011, 10e druk, p. 852 e.v.

4 S. Chatterji e.a., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, John Wiley & Sons, Inc., 2001, p. 211 e.v.; W.J. Slagter, *Herstructurering en reorganisatie*, Deel 10 (Re)organisatie, Fusie en Overname, Zutphen: Uitgeverij Paris, 2011, p. 89 e.v.; N.W.A. Tollenaar, ‘Debt for equity swaps’, in: S.C.J.J. Kortmann e.a., *De bewindvoerder, een octopus*, Deventer: Wolters Kluwer 2008, p. 61 e.v.; G.J.L. Bergervoet, ‘De positie van de aandeelhouder bij een gedwongen omzetting van schuld in aandelenkapitaal buiten insolventie’, *MvV* 2015/11.

5 S. Slatter e.a., *Corporate Recovery, Managing Companies in Distress*, Washington D.C.: Beard Books 2004, p. 308 e.v.; E.R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011, p. 293.

6 COM(2016) 723 final (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU), art. 2.

het doel de onderneming al dan niet gedeeltelijk te continueren.<sup>7</sup> Op grond van deze beschrijving kan zelfs gezegd worden dat een overdracht van aandelen aan een derde, die er bijvoorbeeld toe leidt dat een kapitaalinjectie zal plaatsvinden waardoor vervolginvesteringen kunnen plaatsvinden, ook (onderdeel van) een herstructurering is.

Voordat ik in hoofdstuk 4 deelvraag 1 behandel, schets ik hierna een waarderingskader. Een kader is van belang omdat het de context schetst waarin de waardering plaatsvindt. Daarmee geeft het inzicht in de wijze waarop de context de waardering – in het bijzonder de waardebegrippen en uitgangspunten – beïnvloedt. Ook ga ik beknopt in op de gehanteerde terminologie.

## 3.2 Waarderingskader

### 3.2.1 Doelomschrijving waarderingsopdracht

Een waardering van ondernemingen en aandelen kan in de in hoofdstuk 1 genoemde juridische praktijken een verschillend doel dienen. Zo kan een waardering in geval van een overname worden onderscheiden van een waardering voor een boedelverdeling bij echtscheiding. De eerste vraag is dan ook wat het doel van de waardering is. Dit houdt in dat moet worden vastgesteld waarom de waardering wordt uitgevoerd en wie op de uitkomst moet afgaan.

Als voorbeeld noem ik de situatie dat een bestuurder (tevens enig aandeelhouder) met pensioen gaat, bedrijfsopvolging binnen de familie geen optie is en hij zijn aandelen beoogt te verkopen aan een marktpartij. Om

---

<sup>7</sup> In de literatuur wordt ook wel gezegd dat een herstructurering in de regel gericht is op het duurzaam verbeteren van de vrije kasstroom (*free cash flow*) en daarmee het vermogen tot waardecreatie. Zie: J.A.A. Adriaanse, *Turnaround Management*, Praktijkboek Insolventierecht, nr. 14, Deventer: Wolters Kluwer 2006, p. 13 en 37. De vrije kasstroom (*free cash flow*) is gelijk aan het nettoresultaat van de onderneming uit bedrijfsactiviteiten, vermeerderd met kosten die geen beslag leggen op liquide middelen (zoals afschrijvingen) en verminderd met investeringen in operationeel werkkapitaal, materiële vaste activa en overige activa. Het laat cashflows uit financieringsactiviteiten, zoals rentelasten of dividenden, buiten beschouwing. Bron: T. Copeland e.a., *Waardering*, Den Haag: Academic Service 2003, p. 136.

inzicht te krijgen in de waarde van zijn aandelen, geeft hij aan een waarde-ringsdeskundige de opdracht om de aandelen te waarderen. Het doel van de waardering – een waardering voor een mogelijke verkoop – is daarmee gegeven.

### 3.2.2 Waardemaatstaf (of -standaard)

#### *Onderscheid tussen value in exchange en value in use*

Als het doel van de waardering vaststaat, moet vervolgens de abstracte vraag worden gesteld welke waarde van de aandelen moet worden bepaald, of eenvoudiger gesteld: wat is waarde? Hierbij zijn er (grofweg)<sup>8</sup> twee uitgangspunten: de gebruikswaarde (*value in use* of *value to the holder*) of de ruilwaarde (*value in exchange*) van de aandelen.<sup>9</sup>

De value in exchange ziet op de schatting van de prijs die tot stand komt bij een transactie. In de literatuur wordt daarom in plaats van de ruilwaarde ook de term transactiewaarde gehanteerd.<sup>10</sup>

De gebruikswaarde is de waarde voor een bepaalde koper of verkoper en geeft de waarde van de aandelen vanuit zijn perspectief weer. Voor een koper geldt een andere en in de regel hogere value in use dan voor de verkoper, anders zal immers geen transactie (en dus prijs) tot stand komen. De value in use voor de koper is opgebouwd uit de *stand alone value* vermeerderd met de extra waarde die de betreffende koper met de onderneming denkt te kunnen realiseren. Deze waardevermeerdering kan bijvoorbeeld gelegen zijn in het benutten van groeimogelijkheden, het verbeteren van de operationele activiteiten van de onderneming, het gebruik maken van de schaalgrootte en/of een door de overname te creëren competitief voordeel.<sup>11</sup>

---

8 Zie voor een nadere indeling: I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 244-245.

9 A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776), p. 28; W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 9, p. 162-163; Sman, *Met waardering...ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, hoofdstuk 3; S.P. Pratt e.a., *Standards of Value, Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc, 2007, p. 21.

10 R. Sman, *Met waardering...ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 33.

11 S. Sudarsanam, *Creating value from merger and acquisitions*, Pearson Education Ltd. 2010, 2<sup>nd</sup> ed., Ch. 14.

*Value in exchange: FMV of WEV*

Binnen de categorie value in exchange kan worden uitgegaan van de *fair market value* en de waarde in het economische verkeer.<sup>12</sup>

Bij de fair market value gaat het om een (ongedefinieerde) uitkomst van de geschatte ruilwaarden:

*"The price at which shares would change hands between a willing buyer and willing seller, neither being under compulsion to buy or sell and both having knowledge of all relevant facts as at the applicable valuation date."*<sup>13</sup>

Bij de waarde in het economische verkeer gaat het om de schatting van de hoogste uitkomst van de value in exchange:

*"De prijs die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding."*<sup>14</sup>

Omdat (zoals ik ook later in dit boek zal weergeven) in de ondernemingsrechtpraktijk vaak de term 'waarde in het economische verkeer' wordt gehanteerd, benadruk ik dat dit begrip afwijkt van de fair market value. In de hierboven genoemde definitie van de fair market value wordt uitgegaan van de "willing buyer". Omdat de "meestbiedende gegadigde" een (significant) hogere prijs kan betalen dan een hypothetische willing buyer, zal de schatting van de waarde in het economische verkeer vaak hoger zijn dan de fair market value.

Voor de schatting van de transactiewaarde (de value in exchange) kan een waarderingsdeskundige dus uitgaan van de waarde in het economische verkeer of de fair market value. De keuze tussen beide maatstaven zal afhankelijk zijn van de precieze opdracht van de opdrachtgever (bijvoorbeeld een verkopende aandeelhouder) maar voornamelijk ook van de

---

12 S.P. Pratt e.a., *Standards of Value, Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc, 2007, p. 21 e.v.; G.R. Trugman, *Understanding Business Valuation, a practical guide to valuing small to medium size businesses*, AICPA, 2012, p. 103-104.

13 Revenu Ruling, 59-60, Section 2031, 26 CFR 20.2031-2 (*Valuation of stocks and bonds*).

14 Zie bijv.: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 juli 2008, *JOR* 2008/197 (Euronext) inzake de uitkoopprocedure en Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, *JOR* 2010/96 (Hooymans) inzake de geschillenregeling. Dit begrip komt voort uit de fiscale rechtspraak. Zie: HR 5 februari 1969, nr. 16 047, *BNB* 1969/63; HR 31 mei 1995, nr. 29 224, *BNB* 1995/228; G.T.K. Meussen, *Bedrijfswaarde* (diss.), Deventer: Kluwer 1997, p. 29.

beschikbare informatie, in het bijzonder de informatie ter inschatting van de value in use. Als er geen informatie over een mogelijke meestbiedende gegadigde beschikbaar is, dan zal de waarderingdeskundige op grond van slechts algemene veronderstellingen ter indicatie een (speculatieve) fair market value kunnen schatten.

#### *Value in use*

Zoals weergegeven kan de gebruikswaarde (value in use) van de transactiewaarde worden onderscheiden. Gerelateerd aan de gebruikswaarde zijn de begrippen *stand alone value* en *as is value*. Stand alone value houdt in dat de activiteiten van de onderneming worden gecontinueerd en waarbij de waarde wordt berekend op basis van de verwachte ontwikkelingen en kasstromen van de onderneming als zelfstandige organisatie.<sup>15</sup> Zoals weergegeven: bij een transactie is de value in use voor de koper opgebouwd uit de stand alone value vermeerderd met de waarde die de betreffende koper met de onderneming denkt te kunnen realiseren. Deze waardevermeerdering kan bijvoorbeeld gelegen zijn in het benutten van groeimogelijkheden, het verbeteren van de operationele activiteiten van de onderneming, het gebruik maken van de schaalgrootte en/of het door een overname te creëren competitief voordeel.<sup>16</sup> Als de onderneming onderdeel uitmaakt van een groep vennootschappen dan moet voor de schatting van de stand alone value als zelfstandige entiteit een *carve-out* worden verondersteld. De gevolgen daarvan (bijvoorbeeld voor de organisatorische of kostenstructuur) moeten in de analyse worden verwerkt.

Als een onderneming stand alone wordt beoordeeld, zijn er meerdere mogelijkheden om de resultaten van de onderneming te beschouwen. Bij een *as is* veronderstelling wordt uitgegaan van het huidige vooruitzicht: het huidige businessplan of *business case*.<sup>17</sup> Indien sprake is van wijzigingen daarvan (bijvoorbeeld vanwege operationele veranderingen in het bedrijfsmodel), is er niet langer sprake van een *as is* waardering. In dit geval kan de waardering nog wel op *stand alone* basis zijn.

---

15 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 38-39; W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 9, p. 162-163.

16 S. Sudarsanam, *Creating value from merger and acquisitions*, Pearson Education Ltd. 2010, 2<sup>nd</sup> ed., Ch. 14.

17 B. Prins, 'Omgang met de deskundige' in: *Ik ben niet overtuigd: opstellen aangeboden aan mr. P. Ingelse*, Ars Aequi Libri 2015, p. 352.

### 3.2.3 Waardebegrippen<sup>18</sup>

Nadat de waarderingscontext is geformuleerd en een waardemaatstaf gekozen, is het vervolgens de vraag welk waardebegrip wordt gehanteerd. Dit is van belang omdat het waardebegrip uiteindelijk het vertrekpunt is voor de keuze voor de gehanteerde waarderingsmethode. Ik beoog geen alomvattend inzicht te geven over waardebegrippen, maar merk in dit verband het volgende op.

Waardebegrippen zijn denkbelden over de bepaling van de waarde.<sup>19</sup> In de economische wetenschap wordt waarde (vaak) omschreven als het nut dat een goed (of dienst) heeft voor de welvaart van het individu.<sup>20</sup> Binnen de zogenoemde historische Oostenrijkse School wordt waarde bijvoorbeeld gezien als het belang dat de handelende mens hecht aan het bereiken van een bepaald doel.<sup>21</sup> Oftewel, er bestaat geen objectieve waarde; waarde is afhankelijk van het oordeel van de betrokken subjecten.<sup>22</sup> Dit maakt een waardering abstract. Het waarderen van aandelen is ook abstract, maar uit de waarderingsliteratuur volgt dat er voor de waardering van aandelen twee waardebegrippen breed erkend zijn: (i) het waardebegrip uit de financiële economie (de economische waarde) en (ii) het waardebegrip uit de financiële (externe) verslaggeving.

Het waardebegrip uit de financiële economie is gericht op de toekomst. Een gemeenschappelijk kenmerk van de bijbehorende methoden is dat via discontering (van bijvoorbeeld kasstromen, dividenden of winsten) een contante waarde wordt geschat.

Het waardebegrip uit de *accounting* gaat daarentegen (van oorsprong) uit van een benadering die is gebaseerd op het verleden. Een jaarrekening, bijvoorbeeld, is van oorsprong bedoeld als een document om rekening en

18 Dit onderdeel is gebaseerd op: W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 211-212.

19 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 7.

20 Vgl. P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 12.

21 J. Vis., *Ondernemend Waarderen: Waarderend Ondernemen. De subjectiviteit van het begrip economische waarde* (diss. Leiden 2010), p. 109. Voor een historische verhandeling over de Oostenrijkse School verwijs ik ook naar dit proefschrift.

22 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 11.

verantwoording af te leggen. Ten tijde van de V.O.C. ging dit per reis, later per jaar.<sup>23</sup> Binnen het waardebegrip uit de accounting kan bijvoorbeeld worden uitgegaan van de intrinsieke waarde, hetgeen gelijk is aan het saldo van de boekwaarde van de bezittingen en de schulden, gecorrigeerd voor (stille) reserves en andere niet uit de balans blijvende verplichtingen (zoals belastinglatenties of verschillen in voorraadwaardering). Sinds ongeveer de jaren '80 heeft voor (eerst) financiële instrumenten (en later voor meerdere activaklassen) ook 'fair value accounting' haar intreden gedaan. Hierbij geldt kort gezegd de marktwaarde als waarderingsgrondslag. Op dit onderscheid ga ik verder in dit boek niet in.<sup>24</sup> Wat betreft de toepassing van het financieel-economisch waardebegrip en het waardebegrip uit de financial accounting geldt namelijk dat het eerstgenoemde waardebegrip dominant is. In de praktijk kiezen waarderingsdeskundigen, onder andere vanwege het toekomstige karakter, in de regel voor het financieel-economische waardebegrip.<sup>25</sup>

### 3.2.4 Aanvullende waarderingsveronderstellingen

Vervolgens zijn voor de waardering aanvullende veronderstellingen te maken. Die komen neer op de volgende scenario's:

- (i) continuïteit van de onderneming (*going concern*);
- (ii) *break-up* (gedeeltelijke verkoop van delen van een onderneming); of
- (iii) discontinuïteit van de onderneming.

Van deze scenario's of aanvullende veronderstellingen zal het scenario inhoudende de continuïteit van de onderneming in de regel tot de hoogste waarde leiden en als uitgangspunt gelden. Dit is omdat met de (gedeeltelijke) continuïteit van de onderneming in beginsel een meerwaarde

23 J. van Helleman, 'Financiële verantwoording door de VOC', *Management Control & Accounting*, april 2011; P.M. van der Zanden, 'Doel van de jaarrekening en het toepassen van 'fair value accounting'', *TvJ* 2013/5, p. 136.

24 Zie bijv. P.M. van der Zanden, 'Doel van de jaarrekening en het toepassen van 'fair value accounting'', *TvJ* 2013/5, p. 137-143.

25 T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 8 (Frameworks for valuation); R. Sman, *Met waardering...: Ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 81.



wordt gerealiseerd ten opzichte van de beëindiging van de onderneming.<sup>26</sup> Dit is echter niet altijd zo en hangt af van de aard van de samengestelde activa van de betreffende onderneming.<sup>27</sup>

Bij discontinuïteit of beëindiging van de onderneming worden de activa afzonderlijk, op zogenoemde *piecemeal* basis, verkocht. In paragraaf 3.3 ga ik in op het hiermee verband houdende begrip liquidatiewaarde.

Samenvattend kan het waarderingskader bij het in paragraaf 3.2.1 genoemde voorbeeld nu als volgt worden vormgegeven: een aandeelhouder wenst ten behoeve van een mogelijke verkoop inzicht te krijgen in de aandelenwaarde (de doelomschrijving van de waarderingsopdracht; paragraaf 3.2.1), waarbij wordt uitgegaan van een transactiewaarde en een value in use (voor hemzelf). In deze context kan de waarderingsdeskundige kiezen voor de fair market value of de waarde in het economische verkeer (de waardemaatstaf of -standaard; paragraaf 3.2.2). Deze keuze zal onder andere afhangen van de beschikbare informatie. De waarderingsdeskundige zal bij de schatting van de aandelenwaarde waarschijnlijk uitgaan van het financieel-economisch waardebegrip (het waardebegrip; paragraaf 3.2.3). Met de transactie wordt de continuïteit van de onderneming beoogd en wordt dus uitgegaan van de going concern waarde in handen van derden (de overige veronderstelling; paragraaf 3.2.4).

---

26 E.R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011, p. 293; T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 212; E.D. Hotchkiss e.a., 'Bankruptcy and the resolution of financial distress', in: B.E. Eckbo, *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Volume 2, Elsevier, 2008, p. 4; M. Kantor, *Valuation for arbitration, compensation standards, valuation methods, and expert evidence*, Kluwer Law International 2008, p. 250; S.G. Moyer, *Distressed debt analysis*, J. Ross Publishing, 2005, 117; S. Chatterji e.a., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, J. Wiley & Sons Ltd. 2001, p. 142; F.M.J. Verstijlen, *De faillissementscurator*, diss., Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 247; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 138.

27 Zie bijv. P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen, in de juridische praktijk*, Zutphen: uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 60: "Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn in de situatie dat een onderneming beschikt over onroerend goed dat een hoge waarde vertegenwoordigt en waarop gering renderende activiteiten worden ontplooid." Zie ook: E.R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011, p. 293.

### 3.2.5 Waarderingsmethoden

Het bovenstaande biedt een uitgangspunt om vervolgens de waarderingsmethode te bepalen. Hierbij geldt dat de keuze voor het waardebegrip (het waardebegrip uit de financiële economie of het waardebegrip uit de financiële accounting) de keuze voor de waarderingsmethode inkleurt. Zoals weergegeven is het waardebegrip uit de financiële economie gericht op de toekomst en zien de methoden op het kwantificeren van het waarde genererend vermogen. Het waardebegrip uit de financial accounting gaat daarentegen uit van een benadering die is gebaseerd op het verleden.

Binnen het waardebegrip uit de financiële economie laten de waarderingsmethoden zich op hoofdlijnen onderverdelen in methoden waarbij via discontering de contante waarde wordt bepaald en verhoudingsgetallen (de zogenoemde *multiples*).

Waarderingsmethoden waarbij via discontering de contante waarde wordt bepaald zijn te groeperen in methoden waarbij (i) *kasstromen* of (ii) *winsten* worden gediscoteerd.

Binnen de eerste categorie kan het volgende onderscheid worden gemaakt: (a) discontering van de vrije kasstroom (die beschikbaar is voor alle vermogensverschaffers) tegen de WACC (welk begrip in paragraaf 3.4 wordt toegelicht), (b) discontering van kasstromen die ter beschikking staan van aandeelhouders tegen de kostenvoet van eigen vermogen (*cost of equity*) en (c) de discontering van verwachte dividenden tegen de kostenvoet van eigen vermogen (*dividend discount model*).<sup>28</sup> Het dividend discount model gaat er, in tegenstelling tot het *free cash flow to equity* model, vanuit dat dividend de enige kasstroom is die ter beschikking staat aan aandeelhouders. Als voornoemde geldstromen gelijk zijn, dan is de waardering ook gelijk.<sup>29</sup>

Binnen categorie (ii), waarbij winsten worden gediscoteerd, vallen meer traditionele methoden, zoals de rentabiliteitswaarde (waarbij veronderstelde constante “eeuwigdurende” winsten worden gediscoteerd tegen de kostenvoet van eigen vermogen).

28 De variant waarbij “eeuwigdurende” constante dividenden worden gediscoteerd tegen de kostenvoet van het eigen vermogen wordt de rendementsmethode genoemd; de uitkomst wordt de rendementswaarde genoemd.

29 Zie: A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., 2012, 3<sup>e</sup> druk, Ch. 14.

Naast de waarderingsmethoden waarbij sprake is van discontering, is een tweede op het financieel-economisch waardebegrip gebaseerde methode de zogenoemde *multiples* analyse. Hierbij wordt de waarde ontleend aan verhoudingsgetallen. Als verondersteld wordt dat marktprijzen, bijvoorbeeld beurskoersen of prijzen die bij overnames tot stand komen, in economische zin efficiënt zijn,<sup>30</sup> dan geven deze prijzen de economische waarde weer. Deze prijzen bieden daarmee aanknopingspunten voor de waardering van aandelen. Bij toepassing van de multiples gaan deskundigen voor het berekenen van de ondernemingswaarde (of ter toetsing daarvan) mede af op de prijs (beurskoers), of bepaalde verhoudingsgetallen (bijvoorbeeld Enterprise Value/EBIT(D)A),<sup>31</sup> van vergelijkbare ondernemingen of transacties. Het probleem bij veel waarderungen is echter dat vergelijkbare (faire) markten of transacties ontbreken.<sup>32</sup>

In tegenstelling tot het waardebegrip uit de financiële economie gaat het waardebegrip uit de financial accounting in beginsel uit van een benadering die is gebaseerd op het verleden. Hierbij kan bijvoorbeeld worden uitgegaan van de intrinsieke waarde, hetgeen gelijk is aan het saldo van de boekwaarde van de activa en de schulden, gecorrigeerd voor (stille) reserves en andere niet uit de balans blijken verplichtingen (zoals belastinglatenties of verschillen in voorraadwaardering). In beginsel wordt bij deze benadering nauwelijks rekening gehouden met de verdien capaciteit van de onderneming.<sup>33</sup>

30 Beknopt weergegeven is een markt efficiënt als de marktprijzen alle relevante informatie over het beleggingsobject bevat. Zie: E.F. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance*, 25, p. 383-417; E.F. Fama, 'Efficient capital markets: II', *Journal of Finance*, 27, p. 1575-1617.

31 Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization.

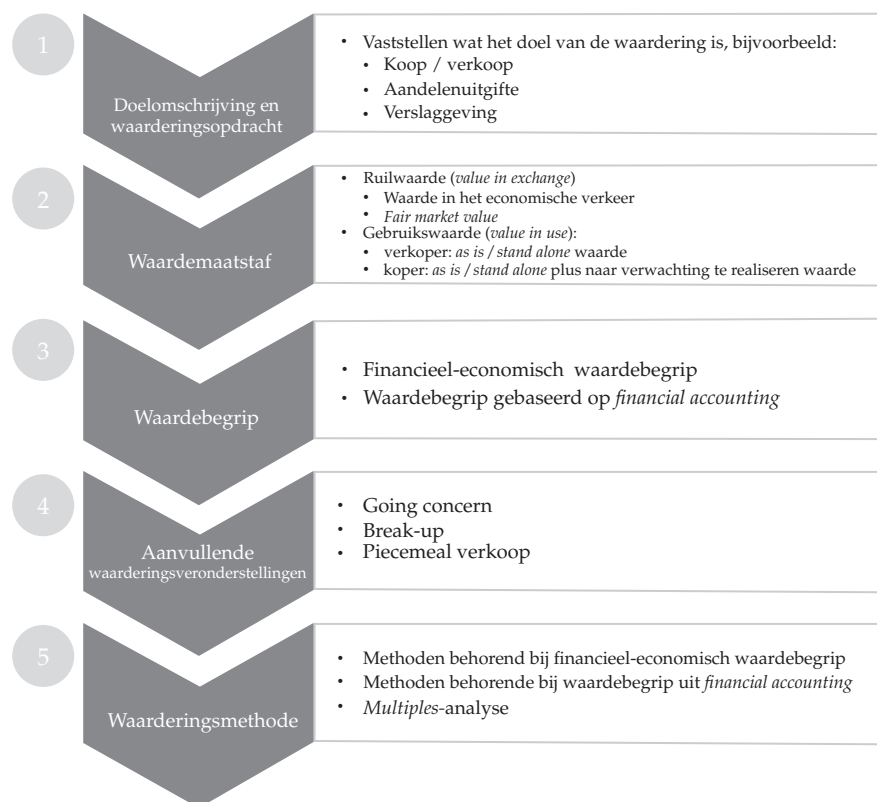
32 Zie: T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 16.

33 Vgl. J. van der Wal, 'Hoe te waarden bij herstructureren', in: Huizink e.a., *Herstructureren van ondernemingen*, Amsterdam: Lexis Nexis 2004, p. 159-191; W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 2, 23 e.v.; R. Sman, *Met waardering...: Ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 26. Bijv. r.o. 3.6, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 juli 2015, JOR 2015/261 (Nagron), betreffende een vastgoedonderneming waarvan de waardering van activa op taxatiewaarde plaatsvond en aandelenwaarde gebaseerd werd op intrinsieke waarde.

Tot slot merk ik op dat de verschillende waarderingsmethoden binnen elke waarderingscontext en de bijbehorende waardestandaard zijn toe te passen. Zo kan een DCF-methode bijvoorbeeld worden toegepast voor zowel de schatting van de value in exchange als voor de value in use. In dit boek ga ik niet uitgebreid in op de waarderingsmethoden. Daarvoor verwijs ik naar de in de literatuur beschikbare overzichten.<sup>34</sup>

### 3.2.6 Waarderingskader

De paragrafen 3.2.1 tot en met 3.2.5 vat ik samen in het volgende overzicht (figuur 1).



Figuur 1 Waarderingskader

34 Zie voetnoot 12, hoofdstuk 2 van dit boek.

In aanvulling op bovenstaand waarderingskader, ga ik in dit inleidende hoofdstuk in op twee termen die in latere hoofdstukken relevant worden: de reorganisatiewaarde en de liquidatiewaarde. Deze waarden zijn binnen het insolventierecht van belang bij een financiële herstructurering op grond van een pre-insolventieakkoord.

Een akkoord met vermogensverschaffers waarbij de vermogensstructuur wordt gewijzigd (en aandeelhouders al dan niet gedeeltelijk hun aandelen kwijtraken), houdt *de facto* in dat de onderneming wordt verkocht aan (een selectie van) de bestaande vermogensverschaffers in plaats van aan derde partijen.<sup>35</sup> De vermogensverschaffers die de onderneming overnemen, achten de verkoopprijs van de onderneming in de markt te laag. Om die reden heeft het de voorkeur van de betreffende vermogensverschaffers om de onderneming zelf te continueren en door te financieren.<sup>36</sup> Hiertoe zijn zij, de “*in the money*” vermogensverschaffers, meestal slechts bereid als afscheid wordt genomen van de “*out of the money*” vermogensverschaffers.

Omdat de onderneming wordt voortgezet en in die staat wordt ‘verkocht’ aan de betreffende vermogensverschaffers, wordt op het moment van de doorvoering van het akkoord in beginsel uitgegaan van de voortzetting van de onderneming. Een waardering moet inzichtelijk maken wat de ondernemingswaarde is. Op grond van deze analyse kan worden vastgesteld of een vermogensverschaffer al dan niet een nieuw belang in de geherstructureerde onderneming, althans: de vennootschap met een geherstructureerde vermogensstructuur, dient toe te komen.<sup>37</sup> Anders gezegd: op grond van de waardering kan worden vastgesteld welke vermogensverschaffer *in of out of the money* is.

---

35 Vgl. D.G. Baird en D.S. Bernstein, ‘Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain’, *The Yale Law Journal*, p. 1937.

36 Zie: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 2.5 en de aldaar aangehaalde Amerikaanse juridische literatuur en § 3.4.1.

37 T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 211-212. (“*When the consideration consists of claims against the firm, valuing the consideration necessarily involves valuing the firm.*”). Vgl. W.J. Blum, ‘Corporate Reorganization Doctrine as Recently Applied by the Securities and Exchange Commission’, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 40, No. 1 (Autumn, 1972), p. 96-110.

Van een “in the money” vermogensverschaffer wordt in de juridische praktijk gezegd dat hij op grond van de waardering nog een economisch belang (een “*economic interest*”) heeft in de onderneming.<sup>38</sup> En dat een “out of the money” vermogensverschaffer op grond van de waardering van de onderneming geen belang meer heeft in de onderneming.

Ter illustratie een voorbeeld: stel dat een vennootschap met 100 vreemd vermogen is gefinancierd. Als de onderneming slechts 100 waard is, is de aandeelhouder volgens bovengenoemd onderscheid out of the money en de schuldeiser nog volledig in the money.

Vanuit financieel-economisch perspectief vind ik dit onderscheid tussen een vermogensverschaffer met of zonder economisch belang minder zuiver. Vanuit financieel-economisch perspectief kan een vermogensverschaffer (bijvoorbeeld een aandeelhouder) ook nog een economisch belang hebben bij het aanhouden van zijn *out of the money* aandelen, simpelweg omdat een aandeelhouder door het houden van de aandelen een reële optie heeft op een mogelijke waardestijging van die aandelen.<sup>39</sup> Als de vennootschap in de tussentijd niet failliet, heeft de aandeelhouder de reële optie om zijn aandelen niet van de hand te doen en te hopen op betere tijden waarin zijn aandelenbelang wellicht weer in the money raakt.

Ik geef er daarom de voorkeur aan om niet te spreken over een vermogensverschaffer die wel of geen economisch belang heeft, maar slechts over vermogensverschaffers die op grond van de geschatte ondernemingswaarde *in* of *out of the money* zijn. Met het hanteren van dit begrip (*in* of *out of the money*) verdwijnt de bovengenoemde reële optie van de vermogensverschaffer weliswaar niet, maar de term “economisch belang” vind ik in deze context misleidend(er).

---

38 Zie bijv. J. Jol, ‘Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructureringen: het dwangakkoord’, in: J. Jol, R. Vriesendorp, R. Hermans, K. de Vries en B. Wessels, *Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?*, Deventer: Kluwer 2013, § 2.5, p. 39, voetnoot 11; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 102.

39 Zie over reële opties bijv. S. Myers, ‘Determinants of Corporate Borrowing’, *Journal of Financial Economics*, 5 november 1977, p. 147-175; H.T.J. Smit en L. Trigeorgis, *Strategic Investment, Real Options and Games*, 2004.

De waarde van de geherstructureerde onderneming noem ik de reorganisatiewaarde. Deze waarde geeft de totale omvang van de waarde van de onderneming weer (nadat de financiële herstructurering is doorgevoerd) en is daarmee in beginsel gelijk aan de enterprise value gebaseerd op een bepaalde *business case* (met bijbehorende verwachte verbeterde kasstromen), een genormaliseerde vermogensstructuur en de daarbij behorende vermogenskosten. Dit licht ik in paragraaf 3.4 en hoofdstuk 5 verder toe.

Hoewel de term liquidatiewaarde een bepaalde negatieve klank heeft (*“de zaak wordt geliquideerd”*) kan dit begrip op meerdere manieren omschreven worden. Een onderscheid kan namelijk worden gemaakt tussen een juridische en economische definitie van de liquidatiewaarde. Beide opvattingen gaan weliswaar uit van een transactie tussen de schuldenaar en derden, maar de reikwijdte van het begrip wijkt af. In paragraaf 3.3 en paragraaf 3.4 ga ik in op de verschillende definities.

### **3.3 Liquidatiewaarde: verschil tussen de juridische en de economische benadering**

#### *3.3.1 Liquidatiewaarde: een ambivalent begrip*

De waarde in het scenario van discontinuïteit van de onderneming wordt in de financieel-economische waarderingsliteratuur de liquidatiewaarde genoemd. Dit begrip speelt een belangrijke rol bij financiële herstructureringen. In hoofdstuk 5 (*Waarderingsvragen bij pre-insolventieakkoorden*) ga ik daar uitgebreider op in maar in dit inleidende hoofdstuk zet ik uiteen dat de liquidatiewaarde vanuit juridisch en economisch perspectief een verschillende betekenis heeft.

### 3.3.1.1 Economische liquidatiewaarde: beëindiging van de onderneming

De internationale<sup>40</sup> en nationale<sup>41</sup> waarderingsliteratuur definieert de liquidatiewaarde als de waarde die kan worden gerealiseerd bij beëindiging van de onderneming (of de bedrijfsactiviteiten). De *International Glossary of Business Valuation Terms* definieert liquidatiewaarde bijvoorbeeld als:

*“The net amount that would be realised if the business is terminated and the assets are sold piecemeal.”*<sup>42</sup>

---

40 T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2010, 5<sup>e</sup> druk, p. 229; A. Damodaran, *The dark side of valuation*, 2010, 2<sup>e</sup> druk, p. 45-46; H.P. Nesvold e.a., *The art of distressed M&A*, McGraw-Hill 2011, p. 309-310; I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 120; S.P. Pratt e.a., *Standards of Value, Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc, 2007, p. 29; G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, Appendix 4; E.R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011, p. 247; G.R. Trugman, *Understanding Business Valuation, a practical guide to valuing small to medium size businesses*, AICPA, 2012, p. 401; B. Graham, *The Intelligent Investor*, HarperCollins Publishers Inc., 2005, p. 188; S.P. Pratt e.a., *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, McGraw-Hill, 2008, 5<sup>e</sup> druk, appendix A, p. 1073; A. Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., 2006, 2<sup>e</sup> druk, p. 143.

41 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen, in de juridische praktijk*, Zutphen: uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 54, 60; R. Sman, *Met waardering... ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 101; F. Krens, 'Waardebepaling van ondernemingen bij fusies of overnames' in: G.M.F. Snijders e.a., *Overnemen, een hele onderneming*, Deventer: Kluwer 1998, p. 228; G.T.K. Meussen, *Bedrijfswaarde*, Deventer: Kluwer 1997, p. 203; W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 212; F. Bos, 'Herstructurering van ondernemingen' in: H. Schenk e.a., *Fusies & Acquisities*, Dordrecht: Elsevier Business Intelligence 2002, p. 398-399; J. van der Wal, 'Hoe te waarderen bij herstructureren', in: Huizink e.a., *Herstructurering van ondernemingen*, Amsterdam: Lexis Nexis 2004, p. 163; B. Prins, 'Omgang met de deskundige' in: *Ik ben niet overtuigd: opstellen aangeboden aan mr. P. Ingelse*, Ars Aequi Libri 2015, p. 352; B.P.A. Santen en A. de Bos, in: A.A.M. Deterink e.a., *Doorstart*, Deventer: Wolters Kluwer 2008, p. 1; vgl. O. Couwenberg: 'Reorganisatie-obstakels in faillissement', *Ondernemingsrecht* 2004/223, § 4: "Ten eerste kan de onderneming ophouden met produceren en de aanwezige activa stuksgewijs verkopen. Dit is wat ik hier een liquidatie zou willen noemen."

42 G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, Appendix 4.



De *International Valuation Standards Council* hanteert de volgende definitie:

*“Liquidation Value is the amount that would be realised when an asset or group of assets are sold on a piecemeal basis, that is without consideration of benefits (or detriments) associated with a going-concern business.”<sup>43</sup>*

Ik zou aan deze omschrijvingen willen toevoegen dat het de waarde betreft ná aftrek van de resterende liquidatie- of andere afwikkelingskosten, oftewel *“the net amount (after possible (liquidation)costs)...”* Net zoals bij een verkoopproces op going concern basis moet de verkoop namelijk worden ingericht en/of begeleid, hetgeen tot kosten leidt. Doordat bepaalde activa operationeel of technisch op elkaar zijn afgestemd, kan de ontmanteling ook vanuit dit perspectief tot kosten leiden. Alle kosten die verband houden met de ontmanteling en verkoop op individuele basis worden liquidatiekosten genoemd.

Voorts kan onderscheid worden gemaakt wat betreft de hoeveelheid tijd die beschikbaar is voor het verkoopproces. In dat verband worden de termen *forced* en *orderly* liquidatie gehanteerd. Een forced liquidatie zal in een kortere periode plaatsvinden dan een orderly liquidatie.<sup>44</sup> In de regel geldt dat hoe korter de verkoopperiode is waarin de verkoop dient plaats te vinden, des te hoger de kortingen die op de verkoopprijs van toepassing zijn.

### 3.3.1.2 Liquidatiewaarde vanuit juridisch perspectief

In tegenstelling tot de financieel-economische waarderingsliteratuur volgt uit de juridische literatuur dat de liquidatiewaarde niet slechts de waarde bij beëindiging van de onderneming inhoudt. Vanuit juridisch perspectief maakt men onderscheid tussen de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon en de liquidatie van de onderneming.<sup>45</sup> Het vermogen, of

<sup>43</sup> Paragraaf 80, *International Valuations Standard 104 – Bases of Value* (Exposure draft, dated 7 April 2016).

<sup>44</sup> I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 120; S.P. Pratt e.a., *Standards of Value, Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc, 2007, p. 29; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 57; G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, p. 401; T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 215.

<sup>45</sup> N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 5.9.7.

ondernemingsvermogen, omvat alle goederen van de schuldenaar.<sup>46</sup> De vereffening kan vanuit juridisch perspectief zowel inhouden dat de onderneming wordt beëindigd (economische liquidatiewaarde) als dat de onderneming wordt verkocht.

Ter illustratie van bovengenoemd onderscheid tussen de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon en de liquidatie van de onderneming noem ik de opvattingen van Couwenberg,

“Hierbij definieer ik ‘liquidatie’ als een verkoop van al het actief van de onderneming, waarbij hetzij alle activa als ‘going concern’ in hun geheel aan een derde partij worden verkocht, hetzij als diverse losse ‘sets’ van samenhangende activa.”<sup>47</sup>

Verstijlen,

“De overdracht van een onderneming vanuit faillissement is niet alleen een wijze van herstructurering van een insolvente onderneming, maar ook een liquidatie.”<sup>48</sup>

Tollenaar,

“De liquidatiewaarde is de hoogste prijs die in contanten te realiseren is bij een verkoop door middel van een wettelijke liquidatieprocedure (...) In de zin waarop ik de term liquidatiewaarde hanteer kan deze nadrukkelijk ook zien op de opbrengst van een verkoop van de onderneming going concern.”<sup>49</sup>

of Schaink,

“Liquidatie kan heel wel plaatsvinden door verkoop van de lopende onderneming die tot dat vermogen behoort.”<sup>50</sup>

---

46 S.C.J.J. Kortmann, ‘De Curator, de bewindvoerder en de organen van de vennootschap en onderneming,’ in *Het Faillissement in de tijd van Molengraaff en nu*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 1993, p. 105 en de aldaar in voetnoot 13 opgenomen bronnen.

47 O. Couwenberg, ‘Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?’, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 176; O. Couwenberg, *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, diss. Groningen, 1997, p. 22.

48 F.M.J. Verstijlen, ‘De dubbele natuur van de doorstart’, *Tvl* 2017/20. Zie ook F.M.J. Verstijlen, ‘Het Insolventieakkoord’, in: N.E.D. Faber (red.), *De Bewindvoerder een Octopus*, Serie Onderneming en Recht, deel 44, Wolters Kluwer 2008, p. 141.

49 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 137-138.

50 Noot P.R.W. Schaink onder conclusie A-G bij HvJ EU C-126/16 d.d. 29 maart 2017, *JOR* 2017/184, § 7.

Deze opvattingen wijken af van het financieel-economische perspectief omdat economen de liquidatie voornamelijk slechts zien als de beëindiging van de bedrijfsactiviteiten.

Liquidatiewaarde is (logischerwijs) de te realiseren waarde in geval van liquidatie. Maar wat is liquidatie? De belastingkamer van de Hoge Raad heeft overwogen dat liquidatie een ruim materieel begrip is,

“dat alle uitvoering (vermogensvereffening) omvat die volgt na ontbinding krachtens besluit (artikel 2:19 lid 1 onder a BW) of wegens insolventie (artikel 2:19 lid 1 onder c BW).”<sup>51</sup>

Het hof (en de A-G) merkten op dat de inhoud van het begrip liquidatie noch in het BW noch in de Faillissementswet noch in enige belastingwet juridisch of feitelijk zodanig wordt omlijnd, dat deze uitleg anders zou moeten luiden.<sup>52</sup> In de fiscale literatuur wordt de liquidatie gelijkgesteld met de ontbinding van een vennootschap.<sup>53</sup>

Buiten faillissement is de ontbinding en vereffening van een rechtspersoon geregeld in art. 2:19-2:24 BW. Als een rechtspersoon buiten faillissement wordt ontbonden blijft de rechtspersoon na ontbinding voortbestaan voor zover dit tot vereffening van zijn vermogen nodig is. In stukken en aankondigingen die van hem uitgaan, moet aan zijn naam worden toegevoegd: “in liquidatie” (art. 2:19 lid 5 BW). De wet geeft geen definitie voor het begrip vereffening.<sup>54</sup> Vereffening wordt echter gezien als het geldend maken van de rechten van de rechtspersoon, voldoening van de schuldeisers uit de baten en uitkering van het overschot aan de daartoe gerechtigden.<sup>55</sup> Buiten faillissement kan de vereffening van het vermogen van de

51 R.o. 3.2., HR 10 juni 2011, JOR 2011/280 (X./Minister van Financiën). Zie ook: B.F. Assink | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht* (Deel 1), Deventer: Wolters Kluwer 2013, § 21.

52 R.o. 4.5.4, Gerechtshof 's-Hertogenbosch, JOR 2010/258; § 9.10, conclusie A-G, ECLI:NL:PHR:2011:BQ0473.

53 A.C.P. Bobeldijk, *Afgewaardeerde vorderingen in de vennootschapsbelasting* (diss.), Amersfoort: Sdu uitgevers 2009, p. 286.

54 Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/421.

55 Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/406.

rechtspersoon plaatsvinden door de verkoop van de onderneming (een *going concern* verkoop), delen daarvan (*break-up*) (ook *going concern*), of door de verkoop van afzonderlijke activa (een *piecemeal* verkoop).<sup>56</sup>

Bovengenoemde wettelijke regeling geldt niet in faillissement (art. 2:23a lid 5 BW). Het faillissement is echter ook gericht op vereffening van het vermogen van de schuldenaar.<sup>57</sup> De curator is belast met het beheer en de vereffening van de failliete boedel (art. 68 lid 1 Fw), terwijl de rechtspersoon blijft voortbestaan.<sup>58</sup> De Faillissementswet gaat ook uit van een beheer- en vereffeningsfase: het wettelijk uitgangspunt is dat eerst het passief wordt vastgesteld, waarna het actief wordt vereffend. De wet schrijft voor dat de rechter-commissaris, uiterlijk binnen veertien dagen nadat het faillissementsvonnis in kracht van gewijsde is gegaan, een datum voor een verificatievergadering moet bepalen (art. 108 Fw). Met de verificatievergadering wordt de beheerfase afgerond en begint de vereffeningsfase (tenzij het faillissement is geëindigd doordat een akkoord is aangenomen). In de vereffeningsfase maakt de curator de activa van de gefailleerde tegen een zo hoog mogelijk prijs te gelde om de opbrengst daarna te verdelen onder de schuldeisers.<sup>59</sup> Deze volgorde wordt in de praktijk zelden meer gevolgd; de curator gaat namelijk direct over tot verkoop van het actief.<sup>60</sup>

Ook in faillissement kent vereffening van het vermogen van de rechtspersoon meerdere varianten: de verkoop van (een gedeelte van) de onderneming, een *break-up*, of de *piecemeal* verkoop van activa. Hoewel de term

56 Vgl. S.P. Pratt e.a., *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, McGraw-Hill, 2008, 5<sup>e</sup> druk, p. 47; B. Prins, 'Omgang met de deskundige' in: *Ik ben niet overtuigd: opstellen aangeboden aan mr. P. Ingelse*, Ars Aequi Libri 2015, p. 352.

57 S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet*, deel I bewerkt door G.W. Baron van der Feltz, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 27; M. Polak/N.J. Polak, *Faillissement en surseance van betaling*, H.D. Tjeenk Willink, Groningen 1972, zevende druk, p. 1; HR 1 april 1955, NJ 1955/542.

58 S.C.J.J. Kortmann, 'De Curator, de bewindvoerder en de organen van de vennootschap en onderneming,' in *Het Faillissement in de tijd van Molengraaff en nu*, Preadvies van de Vereeniging Handelsrecht 1993, p. 107.

59 Zie o.a. HR 21 januari 1910, W 8970 (Stroeve/Gonsalves q.q.); HR 19 april 1996, NJ 1996/727 (Maclou & Provost) en HR 19 december 2003, JOR 2004/61 (Mobell/Interplan). Zie ook de concept memorie van toelichting van WCO I, p. 4.

60 De Hoge Raad heeft de ruime uitleg van art. 101 Fw gesanctioneerd in HR 27 augustus 1937, NJ 1938, p. 9 e.v. en HR 10 juli 1951, NJ 1954/654. Zie ook: Polak/Pannevis, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, 13<sup>e</sup> druk, § 11.1; noot F.M.J. Verstijlen onder HR 11 november 2016, NJ 2017/ 87, § 5.

break-up value vaak ziet op verkoop buiten faillissement (denk bijvoorbeeld aan ABN AMRO, Philips en de discussies over Akzo Nobel) komt dit begrip ook in faillissement voor (bijvoorbeeld bij de verkoop van onderdelen van Imtech). De verkoop van een (gedeelte van de) onderneming door een activatransactie uit faillissement wordt een 'doorstart' genoemd.<sup>61</sup> Van een doorstart kan worden onderscheiden een *pre-pack*: een activatransactie van een in financiële moeilijkheden verkerende onderneming die met behulp van een door de rechtbank te benoemen stille bewindvoerder voor het faillissement wordt voorbereid en zo spoedig mogelijk na opening van het faillissement wordt uitgevoerd.<sup>62</sup>

61 Zie bijv.: A.P.K. Luttikhuis en R.E. Timmermans, *Insolventierecht in cijfers en modellen: schuldeisersbenadeling en conclusies*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers, 2007, p. 50; F. Bos, 'Herstructurering van ondernemingen' in: H. Schenk e.a., *Fusies & Acquisities*, Dordrecht: Elsevier Business Intelligence 2002, p. 406; J.B. Huizink, 'Enkele opmerkingen over herstructurering en aansprakelijkheid', in: Huizink e.a., *Herstructurering van ondernemingen*, Amsterdam: Lexis Nexis 2004, p. 336; F.M.J. Verstijlen, 'De dubbele natuur van de doorstart', *TvI* 2017/20; P.J. Frölich, 'Redding en sanering: monomaan of modern paradigma', *Ars Aequi*, maart 2015, p. 195; J.B. Huizink, *Insolventie*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, 8<sup>e</sup> druk, p. 121; Polak/Pannevis, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, 13<sup>e</sup> druk § 6.7, 4.7.5.9; A.A.M. Deterink e.a., *Doorstart*, Deventer: Kluwer 2008; A.J. Berends, *Insolventie in het internationaal privaatrecht*, Serie Recht en Praktijk, Deventer: Wolters Kluwer 2011, 2<sup>e</sup> druk, p. 197; H.P.J. Ophof, 'Enkele beschouwingen over een doorstart', *TVVS* 1997, p. 199 e.v.; B. Wessels, *Insolventierecht*, Gevolgen van de faillietverklaring (1), deel II, Deventer: Kluwer 2009, 2<sup>e</sup> druk, nr. 2541a; R.J. van Galen, 'De surseance als echte reorganisatieprocedure', *TvI* 2015/23, § 1; O. Couwenberg, 'Reorganisatie-obstakels in faillissement', *Ondernemingsrecht* 2004/223, § 4. Voor verdere publicaties hierover verwijs ik naar de bronnen zoals genoemd in: W.J. Slagter, *Herstructurering en reorganisatie*, Deel 10 (Re)organisatie, Fusie en Overname, Zutphen: Uitgeverij Paris, 2011, hoofdstuk 3 (*Informele herstructurering: herstructurering van het bedrijf*), p. 83.

62 Zie bijv.: N.W.A. Tollenaar, 'Faillissementsrechters van Nederland: geef ons de pre-pack', *TvI* 2011/23; R.R. Verkerk e.a., 'Pre-packs: transparantie en verantwoording achteraf', *TvI* 2014/40; F.M.J. Verstijlen, 'Reorganisatie van ondernemingen en pre-pack', in: *Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' Wet Continuïteit Ondernemingen (delen I en II) en het bestuursverbod*, Uitgeverij Paris: Zutphen 2014, p. 14; J.M. Hummelen, 'Het verkoopproces in een pre/packaged activatransactie', *TvI* 2015/2; J.R. Hurenkamp, 'Failliet of fast forward? Een analyse van de pre-pack in de praktijk', *TvI* 2015/20; M.R. van Zanten, 'De pre-pack, (aan)winst voor de insolventiepraktijk', *FIP* 2015/269; A. van Hees, 'Pre-packen voor de werknemers?', *TvI* 2016/18; Polak/Pannevis, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, 13<sup>e</sup> druk § 3.12.6. Voor aanvullende bronnen verwijs ik naar voetnoot 5 van de concept Memorie van Toelichting van WCO I.

In navolging van (voornamelijk) Couwenberg maar ook Verstijlen, Tollenaar en Schaink kan gezegd worden dat de liquidatie vanuit juridisch perspectief meerdere vormen kan aannemen, waardoor voor de schatting van de liquidatiewaarde van het vermogen van de rechtspersoon wordt beoordeeld wat de *highest and best use* van het actief is.<sup>63</sup> Dit betreft een value in exchange; de goederen worden immers verkocht. Bij zowel de vereffening in als buiten faillissement levert een piecemeal liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon in de regel minder op dan een going concern liquidatie van het vermogen. Dit is omdat met de (gedeeltelijke) continuering van de onderneming vaak een meerwaarde wordt gerealiseerd ten opzichte van de beëindiging van de onderneming.<sup>64</sup> Zoals weergegeven is dit niet altijd zo en hangt dit af van de aard van het actief en van de betreffende onderneming.

Het verschil tussen de door economen (liquidatiewaarde is de waarde bij liquidatie van de onderneming) en (voornoemde) juristen (liquidatiewaarde is de waarde bij liquidatie/vereffening van het vermogen van de rechtspersoon) gehanteerde definities leidt tot verwarring. Het simpelweg spreken over liquidatie is onvoldoende onderscheidend en biedt geen duidelijk uitgangspunt,<sup>65</sup> met name niet als waarderingsdeskundigen worden ingeschakeld voor juridische vraagstukken.

Ik ben er voorstander van om, in het geval het woord liquidatie wordt gebruikt, concreter onderscheid te maken tussen de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon en de liquidatie van de onderneming. Wessels

63 I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 188; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 137.

64 E.R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011, p. 293; T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 212; E.D. Hotchkiss e.a., 'Bankruptcy and the resolution of financial distress', in: B.E. Eckbo, *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Volume 2, Elsevier, 2008, p. 4; M. Kantor, *Valuation for arbitration, compensation standards, valuation methods, and expert evidence*, Kluwer Law International 2008, p. 250; S.G. Moyer, *Distressed debt analysis*, J. Ross Publishing, 2005, 117; S. Chatterji e.a., *Loan workouts and debt for equity swaps*, J. Wiley & Sons Ltd. 2001, p. 142; F.M.J. Verstijlen, *De faillissementscurator*, diss., Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 247; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 138.

65 Vgl. bijv. N.W.A. Tollenaar, 'De implicaties van Estro voor de pre-pack en WCO I', *TvI* 2018/6, § 2.

geeft bijvoorbeeld weer dat “De gefailleerde [rechtspersoon], die de onderneming voerde, wordt geliquideerd.”<sup>66</sup> Gezien het bovenstaande vind ik deze formulering minder zuiver. Het is niet de rechtspersoon die geliquideerd wordt, maar zijn afgescheiden vermogen. Zoals weergegeven kunnen juristen ook spreken over de liquidatie van een onderneming. Waar een liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon niet het einde van de door die rechtspersoon gedreven onderneming(en) hoeft te betekenen, heeft de liquidatie van de bedrijfsactiviteiten van de in die rechtspersoon gevoerde ondernemingen dat wel tot gevolg.<sup>67</sup>

In plaats van “liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon” leidt het hanteren van de term “vereffening van het vermogen”, overeenkomstig de (overheersende) terminologie uit de Faillissementswet,<sup>68</sup> wellicht tot (nog) minder verwarring. De term vereffening sluit ook aan bij het feit dat het faillissement een executie van (nagenoeg) het gehele vermogen van de schuldenaar is. Het primaire doel van een curator in faillissement is immers de opbrengstmaximalisatie ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren.<sup>69</sup> Het doel van opbrengstmaximalisatie wordt bereikt door de liquidatie van de goederen van de vervreemder. Het vermogen wordt “verzilverd”.<sup>70</sup> Buiten faillissement bestaat de rechtspersoon bij de ontbinding voort voor zover dit tot vereffening van zijn vermogen nodig is (art. 2:19 lid 5 BW). Na een faillietverklaring wordt een rechtspersoon ontbonden door hetzij

66 B. Wessels, *Insolventierecht*, Gevolgen van de faillietverklaring (1), deel II, Deventer: Wolters Kluwer 2009, 2<sup>e</sup> druk, nr. 2541a.

67 Vgl. de Faillissementswet: het is de schuldenaar die failliet is en niet de onderneming (art. 1 lid 1 Fw). Het bedrijf van de schuldenaar, de onderneming, kan dan ook bij faillissement van de schuldenaar (tijdelijk) worden voortgezet (art. 173 lid 2, 175 lid 1 en 3 Fw).

68 Vgl. art. 13 lid 2, 19 lid 1, 60b lid 1, 64, 65, 68 lid 1, 68 lid 2 sub a, 78 lid 1, 85, 86, 105 lid 1, 105a lid 1, 137g lid 1, 170 lid 2, titel zevende afdeling, 175 lid 1, 176 lid 2, 177, 178, 194, titel achtste afdeling Fw. Van een liquidatie(procedure) wordt slechts gesproken voor Europese regelgeving (art. 32 Fw) en in de afdelingen 11A (Van het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen) en 11AA (Van het faillissement van een bank).

69 Zie o.a. HR 21 januari 1910, W 8970 (Stroeve/Gonsalves q.q.); HR 19 april 1996, NJ 1996/727 (Maclou & Provost) en HR 19 december 2003, JOR 2004/61 (Mobell/Interplan).

70 S.C.J.J. Kortmann, ‘De Curator, de bewindvoerder en de organen van de vennootschap en onderneming,’ in: *Het Faillissement in de tijd van Molengraaff en nu*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 1993, p. 105.

opheffing van het faillissement wegens de toestand van de boedel,<sup>71</sup> hetzij door insolventie (art. 2:19 lid 1 sub c BW). De staat van insolventie treedt in als op de verificatievergadering geen akkoord is aangeboden, als het akkoord is verworpen of als de homologatie daarvan definitief is geweigerd (art. 173 Fw), alsmede als het akkoord door de rechter wordt ontbonden (art. 167 lid 1 jo. art. 170 Fw). Hiernaast treedt de staat van insolventie in als het faillissement eindigt op grond van een vereenvoudigde afwikkeling (art. 137f Fw). De curator gaat vervolgens over tot het opstellen van een slotuitdelingslijst, die hij na goedkeuring door de rechter-commissaris ter inzage legt ter griffie van de rechtbank (art. 183 lid 1 Fw). Het faillissement neemt een einde, zodra de slotuitdelingslijst verbindend is geworden (art. 193 lid 1 Fw), waarna de curator overgaat tot het doen van de vastgestelde uitkeringen (art. 137f lid 1 resp. 192 Fw).

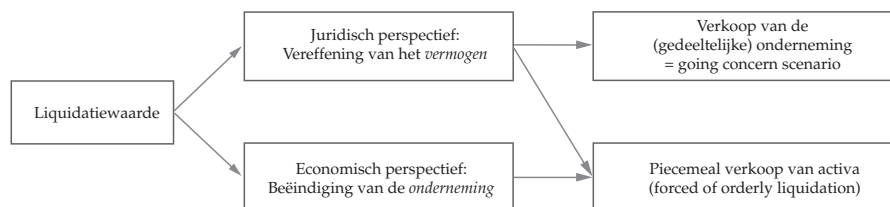
De faillietverklaring brengt dus op zichzelf niet de ontbinding van de rechtspersoon mee. Het faillissement leidt (in de oorspronkelijke gedachte van de wetgever) uiteindelijk wel tot ontbinding van de rechtspersoon, tenzij een akkoord wordt aangeboden, gehomologeerd en niet ontbonden.<sup>72</sup>

71 Tot 1 augustus 2002 was in art. 16 Fw nog sprake van opheffing van het faillissement 'indien de toestand van de boedel daartoe aanleiding geeft'. De wijziging heeft plaatsgevonden in verband met de invoering van de mogelijkheid van de vereenvoudigde afwikkeling van faillissement (MvT, *Kamerstukken II* 2001/02, 27 199, nr. 3, p. 5). Het doel van de wijziging is om het onderscheid duidelijk te maken tussen de opheffing als bedoeld in art. 16 Fw en de vereenvoudigde afwikkeling van art. 137 e.v. Fw, hetgeen krachtens art. 137f Fw van rechtswege resulteert in de staat van insolventie.

72 Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/383; M. Pannevis, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2013, dertiende druk, p. 367. Hierbij moet onderscheid worden gemaakt ten opzichte van het "einde" van het faillissement, hetgeen plaatsvindt zodra aan de geverifieerde schuldeisers het volle bedrag van hun vorderingen is uitgekeerd, of zodra de slotuitdelingslijst verbindend is geworden (art. 193 lid 1 Fw). Het faillissement kan op vier manieren eerder eindigen: (1) opheffing bij gebrek aan baten (art. 16 lid 1 en 18 Fw), (2) homologatie van het akkoord (art. 161 Fw), (3) vernietiging van het faillissement (art. 15 Fw), of (4) omzetting in schuldsanering (art. 15b lid 1 Fw).



Het onderscheid tussen het economische en juridische perspectief heb ik samengevat in het volgende overzicht (figuur 2).



Figuur 2 Liquidatiewaarde vanuit juridisch en economisch perspectief

Ter toelichting en als samenvatting: voor het begrip liquidatiewaarde kan onderscheid worden gemaakt tussen de juridische en de economische benadering. De financieel-economische waarderingsliteratuur definieert de liquidatiewaarde als de waarde bij beëindiging van de onderneming of de bedrijfsactiviteiten. De liquidatiewaarde is vanuit dat perspectief gelijk aan de te realiseren waarde bij een piecemeal verkoop van activa, ook de “ontmanteling van de onderneming” genoemd.<sup>73</sup> Vanuit juridisch perspectief gezien heeft liquidatie vaak een andere betekenis. In tegenstelling tot de financieel-economische waarderingsliteratuur volgt uit de juridische literatuur dat de liquidatiewaarde niet slechts de waarde bij beëindiging van de onderneming inhoudt. Vanuit juridisch perspectief maakt men namelijk onderscheid tussen de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon en de liquidatie van de onderneming. Zoals weergegeven omvat het vermogen, of ondernemingsvermogen, alle goederen van de schuldenaar. Bij de vereffening van dit vermogen zijn meerdere scenario’s denkbaar maar is op hoofdlijnen het onderscheid te maken tussen de (reguliere) verkoop van (een gedeelte van) de onderneming of de piecemeal liquidatie. In faillissement kan bij de verkoop sprake zijn van een doorstart of pre-pack.<sup>74</sup>

73 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 138.

74 Vgl. O. Couwenberg: ‘Reorganisatie-obstakels in faillissement’, *Ondernemingsrecht* 2004/223, § 4.

### 3.3.2 Relevantie onderscheid liquidatie in de praktijk: Estro en DA

Gezien de verschillende betekenissen van het begrip liquidatiewaarde, acht ik een nauwkeurige afbakening noodzakelijk. Dat deze afbakening praktische relevantie heeft, licht ik toe aan de hand van het arrest van de Hoge Raad van 2 juni 2017 (*OR DA Retailgroep/DA Retailgroep c.s.*)<sup>75</sup> en het arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie van 22 juni 2017 (*FNV/Smallsteps*).<sup>76</sup> Vanuit juridisch perspectief is hier reeds over geschreven.<sup>77</sup> Ik beperk mij tot enkele opmerkingen die samenhangen met figuur 2.

#### 3.3.2.1 Ondernemingsraad DA Retailgroep c.s./DA Retailgroep c.s.

Bij drogisterij DA werd op 23 december 2015 surseance van betaling verleend, waarna binnen een week het faillissement volgde. De aangestelde curator werkte met toestemming van de rechter-commissaris mee aan een activatransactie uit faillissement. De vraag was (onder andere) of aan de ondernemingsraad in faillissement adviesrecht toekwam voor de transactie. De Ondernemingskamer overwoog dat dit in beginsel niet het geval is maar de Hoge Raad oordeelde dat dit wel zo is. Het aan de ondernemingsraad toekomende adviesrecht van art. 25 WOR ziet echter niet op

<sup>75</sup> HR 2 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:982, *JOR* 2017/248.

<sup>76</sup> HvJ EU, 22-06-2017, *JOR* 2017/217, C-126/16, ECLI:EU:C:2017:489.

<sup>77</sup> Naast de hierna nog aan te halen auteurs verwijs ik zonder pretentie van volledigheid naar: P.R.W. Schaink, 'Het arrest van het Hof van Justitie inzake FNV c.s./Smallsteps', *Tvl* 2017/22; J.R. Hurenkamp, 'Ondergang van onderneming door de pre-pack?', *Tvl* 2017/21; F.M.J. Verstijlen, 'De dubbele natuur van de doorstart', *Tvl* 2017/20; HR 2 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:982, m.nt. B.I. Kraaijpoel & S. Jellinghaus, *Ondernemingsrecht* 2017/21; W.H.A.C.M. Bouwens, 'Het voetspoor van Smallsteps', *Tvl* 2018/4; I. Zaal, 'De (on)mogelijkheid van ontslag en wijziging bij een pre-pack overgang', *Tvl* 2018/5; J.J.M. van Mierlo, 'Ondernemingsraad en insolventie: licht in de duisternis!', *FIP* 2017/278; L.G. Verburg, 'Smallsteps: over de vraag of de gewone doorstart uit faillissement nog toekomst heeft', *FIP* 2017/334; M.A. Vieira, 'Hof van Justitie EU: werknemers behouden hun bescherming in geval van een pre-pack', *Bb* 2017/60; I. Spinath, 'De beperkte reikwijdte van het Smallsteps-arrest', *MvO* 2017/11; M.R. van Zanten, 'It takes Smallsteps to pre-pack: een analyse', in: E. Verwey e.a., *De curator en het personeel*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

(besluiten tot) de verkoop van goederen op grond van art. 176 Fw<sup>78</sup> en op (besluiten tot) ontslag van werknemers op de voet van art. 40 Fw, ook niet als verkoop of ontslag tot gevolg heeft dat de onderneming wordt beëindigd. De handelingen van de curator zijn dan gericht op *liquidatie van het (ondernemings)vermogen*, waartoe de Faillissementswet hem bevoegd maakt en wat zijn rol en taak is.<sup>79</sup> De door het adviesrecht van art. 25 WOR beschermde belangen moeten in een dergelijk geval wijken voor de belangen van de schuldeisers bij een voortvarende en voor de boedel zo voordelig mogelijke afwikkeling, aldus de Hoge Raad. De Hoge Raad vervolgt door te oordelen dat als de verkoop van activa plaatsvindt door een voortzetting of doorstart van (delen van) de onderneming door dezelfde of een andere entiteit, waarbij het vooruitzicht bestaat van behoud van arbeidsplaatsen, het daarop gerichte besluit adviesplichtig is.<sup>80</sup>

Door enerzijds een doorstart van anderzijds de liquidatie van het (ondernemings)vermogen van de vennootschap te onderscheiden,<sup>81</sup> beoogt de Hoge Raad een tegenstelling te maken en daaraan gevolgen te verbinden. Beknopt weergegeven stelt de Hoge Raad het volgende: bij een doorstart geldt wel het adviesrecht en bij de liquidatie van het (ondernemings)vermogen geldt geen adviesrecht.

78 Art. 176 lid 1 Fw luidt als volgt: “De goederen worden in het openbaar of met toestemming van de rechter-commissaris onderhands verkocht.” Toestemming van de rechter-commissaris is niet vereist voor het voeren van de onderhandelingen, maar uitsluitend voor het aangaan van de overeenkomst, die echter wel onder voorwaarde van verkrijging van de vereiste toestemming kan worden gesloten (zie: HR 7 september 2001, NJ 2001/562, JOR 2001/224 (Mayr-Melnhof/Spliet q.q.)).

79 Zie o.a. HR 21 januari 1910, W 8970 (Stroeve/Gonsalves q.q.), HR 19 april 1996, NJ 1996/727 m.nt. Kleijn (Maclou & Provost) en HR 19 december 2003, JOR 2004/61 m.nt. J.J. van Hees (Mobell/Interplan).

80 R.o. 3.3.4, HR 2 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:982.

81 Vgl. J.J.M. van Mierlo, ‘Ondernemingsraad en insolventie: licht in de duisternis’, FIP 2017/278, § 3 (“Een tweede aspect betreft het onderscheid dat de Hoge Raad maakt tussen de, wat ik zou willen noemen, zuivere liquidatie enerzijds en de voortzetting of doorstart anderzijds.”).

Het (ondernemings)vermogen is gelijk aan het vermogen, inhoudende de goederen van de schuldenaar.<sup>82</sup> Uit figuur 2 volgt dat de liquidatie van het (ondernemings)vermogen niet alleen de beëindiging van de onderneming maar ook de verkoop van de onderneming kan inhouden.<sup>83</sup> Er is naar mijn mening dus geen tegenstelling tussen een doorstart van de onderneming en een liquidatie van het (ondernemings)vermogen.<sup>84</sup> De liquidatie van het vermogen kan immers *ook* resulteren in een doorstart. De Hoge Raad lijkt in deze zaak dus met de liquidatie van het (ondernemings)vermogen van de schuldenaar slechts de liquidatie van de onderneming van de schuldenaar te bedoelen; slechts in dat scenario is sprake van beëindiging van de onderneming (en een tegenstelling tot de doorstart).

### 3.3.2.2 FNV/Smallsteps (Estro)

In deze paragraaf licht ik het onderscheid tussen de juridische en de financieel-economische benadering van de liquidatiewaarde aan de hand van het arrest van het Hof van Justitie van 22 juni 2017 (FNV/Smallsteps B.V.) toe. Ik schets kort de casus. De Estro Groep was een Nederlandse kinderopvangorganisatie met ongeveer 3.600 werknemers. Toen Estro in financiële moeilijkheden raakte, heeft zij (uiteindelijk) een pre-pack voorbereid. Als gevolg hiervan zou de opgerichte vennootschap Smallsteps de onderneming van Estro doorstarten met minder werknemers. Dit plan werd uitgevoerd, waarna ongeveer 2.600 werknemers de onderneming continueerden. De overige (achterblijvende) werknemers werden in het faillissement van Estro ontslagen. De Federatie Nederlandse Vakvereniging (FNV) heeft zich met een aantal ontslagen werknemers op het

---

82 S.C.J.J. Kortmann, 'De Curator, de bewindvoerder en de organen van de vennootschap en onderneming,' in *Het Faillissement in de tijd van Molengraaff en nu*, Preadvies van de Vereeniging Handelsrecht 1993, p. 105 en de aldaar in voetnoot 13 opgenomen bronnen. Zie ook p. 106, waar wordt weergegeven dat alleen zaken en vermogensrechten onder het faillissementsbeslag vallen – en dus niet familie-rechtelijke of rechtspersoonlijke rechten.

83 Noot P.R.W. Schaink onder conclusie A-G bij HvJ EU C-126/16 d.d. 29 maart 2017, *JOR* 2017/184, § 7.

84 Zie ook: P. Huffman, 'Adviesrecht voor de ondernemingsraad in faillissement. Noot bij HR 2 juni 2017 (DA)', *TvI* 2017/27, § 4.2: "De vraag is echter waar precies de grens ligt tussen de beslissingen gericht op liquidatie van het vermogen en de beslissingen die gericht zijn op voortzetting van de onderneming." Vgl. noot I. Spinath onder Rb Noord-Holland 12 oktober 2017, *JOR* 2017/338 (Bogra).

standpunt gesteld dat deze transactie neerkomt op een overgang van onderneming, zodat alle werknemers van rechtswege zouden zijn overgegaan naar Smallsteps. Smallsteps heeft zich daarentegen op het standpunt gesteld dat deze regel niet geldt voor een werkgever die failliet is verklaard.<sup>85</sup>

De rechtbank Midden-Nederland heeft in deze procedure prejudiciële vragen gesteld aan het Hof van Justitie. Ik ga niet in op de formulering van deze vragen en de implicaties daarvan,<sup>86</sup> maar kort gezegd hield de kern van het verzoek in of Richtlijn 2001/23/EG, en met name art. 5, lid 1, ervan, zo moet worden uitgelegd dat de door de art. 3 en 4 van die richtlijn gegarandeerde bescherming van werknemers blijft gehandhaafd in geval van een pre-pack. Hierbij geldt dat het Hof van Justitie zich niet kan uitspreken over de uitleg van nationaal recht. De nationale rechter moet de inhoud en het doel van de nationale regeling vaststellen.<sup>87</sup>

Art. 5 stelt de regels van de art. 3 en 4 van de Richtlijn 2001/23/EG in faillissement buiten toepassing. Ik schets iets meer achtergrond over de wijze waarop de richtlijn in de Nederlandse wet is geïmplementeerd. Art. 7:663 lid 1 BW, dat is gebaseerd op art. 3, lid 1, eerste alinea, van de Richtlijn 2001/23/EG, voorziet er kort gezegd in dat de arbeidsovereenkomsten bij een overgang van een onderneming van rechtswege overgaan op de verkrijger van de onderneming.<sup>88</sup> Een overgang van onderneming is “de overgang, ten gevolge van een overeenkomst, een fusie of een splitsing, van een

85 HvJ 22 juni 2017, zaak C-126/16 (FNV/Smallsteps B.V.).

86 Zie hiervoor bijv. S.S.M. Peters en H.C.F.J.A. de Waele, ‘Het Europees failliet van de Nederlandse pre-pack’, *TRA* 2018/2 en *TvI* 2018/3, § 2; N.W.A. Tollenaar, ‘De implicaties van Estro voor de pre-pack en WCO I’, *TvI* 2018/6, § 3; S.C.J.J. Kortmann en L.P. Kortmann, ‘Doorstarten post-Estro: *smallsteps* vooruit of een *giant leap* achteruit?’, in: *Nijmeegs Europees Privaatrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 38 e.v.

87 Art. 267 Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Zie bijv.: P. Huffman, ‘Overgang van onderneming bij de pre-pack: een blik vooruit’, *TvO* 2017/4; § 4; N.W.A. Tollenaar, ‘De implicaties van Estro voor de pre-pack en WCO I’, *TvI* 2018/6, § 3.

88 Art. 7:663 BW luidt: “Door de overgang van een onderneming gaan de rechten en verplichtingen die op dat tijdstip voor de werkgever in die onderneming voortvloeien uit een arbeidsovereenkomst tussen hem en een daar werkzame werknemer van rechtswege over op de verkrijger. Evenwel is die werkgever nog gedurende een jaar na de overgang naast de verkrijger hoofdelijk verbonden voor de nakoming van de verplichtingen uit de arbeidsovereenkomst, die zijn ontstaan vóór dat tijdstip.”

economische eenheid die haar identiteit behoudt” (art. 7:662 lid 2 onder a BW).<sup>89</sup> In art. 7:670 lid 8 BW is bepaald dat de werkgever de arbeidsovereenkomst niet kan opzeggen wegens de overgang van onderneming. Dit is conform art. 4, lid 1 van de Richtlijn 2001/23/EG.<sup>90</sup> Uitgangspunt is dus dat werknemers worden beschermd tegen ontslag dat op basis van kort gezegd een transactie plaatsvindt (waarbij sprake is van overgang van onderneming).

Als bij een transactie vanuit faillissement sprake is van een overgang van onderneming, zijn de bepalingen betreffende het behoud van rechten en verplichtingen van werknemers echter *niet* van toepassing (art. 7:666 BW).<sup>91</sup> Voor de duidelijkheid en zoals weergegeven bij de bespreking van het DA-arrest: het faillissement leidt er niet toe dat de WOR niet langer van toepassing is. Art. 7:666 BW is gebaseerd op (thans) art. 5 van de Richtlijn 2001/23/EG,<sup>92</sup> hetgeen bepaalt dat de werknemersbescherming niet van toepassing is op een overgang van een onderneming “wanneer de vervreemder verwickeld is in een faillissementsprocedure of in een soortgelijke procedure met het oog op de liquidatie van het vermogen van de vervreemder”. Het gaat hier om cumulatieve voorwaarden. Ten eerste moet de vervreemder verwickeld zijn in een faillissementsprocedure of in een soortgelijke procedure. Ten tweede moet deze procedure zijn ingeleid met het oog op de liquidatie van het vermogen van de vervreemder.<sup>93</sup>

De voor de rechtbank Midden-Nederland gevoerde discussie ziet op de reikwijdte van het onderdeel “met het oog op de liquidatie van het vermogen van de vervreemder”. De FNV stelde dat de uitzondering van art. 7:666 BW bij een pre-pack niet van toepassing is (lees: arbeidsovereenkomsten moeten overgaan) omdat het doel van een pre-pack niet op

89 Op grond van art. 7:662 lid 2 sub b BW is de economische eenheid: “een geheel van georganiseerde middelen, bestemd tot het ten uitvoer brengen van een al dan niet hoofdzakelijk economische activiteit.”

90 Art. 4, lid 1 van de Richtlijn 2001/23/EG: “De overgang van de onderneming, vestiging of onderdeel van de onderneming of vestiging vormt op zichzelf voor de vervreemder of de verkoper geen reden tot ontslag. (...)”

91 Behoudens de informatieplicht van art. 7:665a BW.

92 Voorheen art. 4bis Richtlijn 98/50/EG; zie ook punt 4 van de preambule.

93 HvJ 22 juni 2017, zaak C-126/16 (FNV/Smallsteps B.V.), § 44. De voorwaarde dat de liquidatieprocedure moet plaatsvinden onder toezicht van een bevoegde overheidsinstantie (die een door een overheidsinstantie gemachtigde curator mag zijn), laat ik hier verder rusten.

liquidatie van de onderneming, maar op de continuïteit van de onderneming is gericht.<sup>94</sup> Zoals weergegeven hield de prejudiciële vraag aan het Hof van Justitie in of de pre-pack valt onder art. 5 van de Richtlijn 2001/23/EG of dat de gegarandeerde bescherming van werknemers juist behouden blijft.<sup>95</sup>

De A-G concludeerde dat, gelet op het beoogde doel, een pre-pack niet kan worden aangemerkt als een faillissementsprocedure met het oog op de liquidatie van het vermogen van de vervreemder.<sup>96</sup> Het Hof van Justitie heeft de A-G gevolgd en geoordeeld dat er bij een pre-pack sprake is van overgang van onderneming en dat de in de Richtlijn 2001/23/EG geboden bescherming voor de werknemers dus behouden blijft.<sup>97</sup> Hoewel een faillissementsprocedure wordt geopend met het oog op de liquidatie van de vervreemder, voldoet het doel van een procedure die de voortzetting van de onderneming beoogt (zoals een pre-pack) volgens het hof niet aan die voorwaarde.<sup>98</sup>

In paragraaf 3.3.1 heb ik toegelicht dat er een verschil bestaat tussen de liquidatie van het vermogen van een rechtspersoon en de liquidatie van een onderneming. Art. 5 van de Richtlijn 2001/23/EG ziet op de liquidatie van het vermogen van de vervreemder, de rechtspersoon, en niet op liquidatie van de onderneming die door de rechtspersoon wordt gedreven.<sup>99</sup> Een pre-pack, een transactie die leidt tot de (gedeeltelijke) continuïtering

94 Zie r.o. 3.2.1 Rb Midden-Nederland 24 februari 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:954, JOR 2016/147: "Primair stelt FNV c.s. op grond van de jurisprudentie van het HvJ van de EG dat, nu een pre-pack niet gericht is op liquidatie maar op een doorstart, de Richtlijn 2001/23/EG van toepassing is en dat alle werknemers van de overgenomen vestigingen, inclusief eiseressen sub 2 tot en met 5, op basis van een richtlijnconforme interpretatie de artikelen 7:662 BW e.v. van rechtswege, met behoud van al hun arbeidsvoorwaarden, in dienst zijn gekomen bij Smallsteps." Vgl. de Heiploeg-procedure, Kantonrechter Rb Overijssel, 28 juli 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:3589, JOR 2015/283, § 3.1.2.

95 HvJ 22 juni 2017, zaak C-126/16 (FNV/Smallsteps B.V.), § 37.

96 Concl. A-G P. Mengozzi, 29 maart 2017, zaak C-126/16 (FNV/Smallsteps B.V.), § 84.

97 HvJ 22 juni 2017, zaak C-126/16 (FNV/Smallsteps B.V.), § 59.

98 HvJ 22 juni 2017, zaak C-126/16 (FNV/Smallsteps B.V.), § 47.

99 Vgl. Kantonrechter Rb Overijssel, 28 juli 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:3589, JOR 2015/283, § 4.5.5. Zie ook: A.J. Berends, *Insolventie in het internationaal privaatrecht*, Serie Recht en Praktijk, Deventer: Wolters Kluwer 2011, 2<sup>e</sup> druk, p. 202.

van de onderneming, doet niet af aan het feit dat de vennootschap ver-  
wikkeld is in een faillissementsprocedure met het oog op de liquidatie  
van het vermogen van de vervreemder.<sup>100</sup> Ook bij een pre-pack vindt de  
liquidatie van het vermogen van de vervreemder, de rechtspersoon, plaats.  
Doordat een pre-pack een transactie vanuit faillissement van de vervreem-  
der is, voldoet de pre-pack volgens een taalkundige uitleg aan de voor-  
waarden van art. 5 Richtlijn 2001/23/EG, als gevolg waarvan de rechten en  
verplichtingen van de werknemers niet overgaan op de verkrijger.

Het hof baseert zijn oordeel echter op het doel en strekking van de Richtlijn  
2001/23/EG (en haar (uiteindelijke) voorganger Richtlijn 77/187/EEG).  
Het hof verwijst hierbij naar de arresten van het HvJ van 7 februari 1985  
(Abels),<sup>101</sup> 25 juli 1991 (d’Urso e.a.),<sup>102</sup> 7 december 1995 (Spano e.a.)<sup>103</sup> en 12  
maart 1998 (Dethier/Dassy).<sup>104</sup> Uit deze arresten volgt dat moet worden  
gekeken naar het doel van de procedure. Is de doelstelling van de procedure  
– primair – “*de liquidatie van de goederen van de vervreemder*”,<sup>105</sup> dan is voor

100 N.W.A. Tollenaar, ‘De implicaties van Estro voor de pre-pack en WCO I’, *TvI* 2018/6, § 3.

101 HvJ 7 februari 1985, C-135/83 (Abels), § 28.

102 HvJ 25 juli 1991, C-362/89, EU:C:1991:326, § 26 (“Gelet op al hetgeen door het Hof in het arrest Abels is overwogen, is dus het doel dat met de betrokken procedure wordt beoogd, het in aanmerking te nemen beslissende criterium.”), 31 en 32 (“Wanneer echter het besluit tot toepassing van de procedure van bijzonder bewind tevens voorziet in voortzetting van de werkzaamheid van de onderne-  
ming onder leiding van een commissaris die met het bijzonder bewind is belast, heeft die procedure primair tot doel, de onderneming in een zodanig evenwicht te brengen, dat haar werkzaamheid voor de toekomst verzekerd is. De daarmee nagestreefde sociaal-economische doelstelling kan, indien de betrokken onderne-  
ming geheel of gedeeltelijk wordt overgedragen, verklaren noch rechtvaardigen dat de werknemers de rechten zouden worden ontnomen die zij in de in de richt-  
lijn gepreciseerde omstandigheden aan deze richtlijn ontleen.”).

103 HvJ 7 december 1995, C-472/93, EU:C:1995:421, § 24 (“Het Hof heeft er eerder reeds op gewezen dat, om te bepalen of de overgang van een onderneming die het voorwerp uitmaakt van een administratieve of gerechtelijke procedure, binnen de werkingssfeer van de richtlijn valt, het beslissende criterium het doel is dat met de betrokken procedure wordt beoogd (arrest D’Urso, reeds aangehaald, r.o. 26).”) en 25.

104 Vgl. HvJ EG 12 maart 1998, C-319/94, JAR 1998/100 (Dethier/Dassy), § 25 (“Uit deze rechtspraak volgt, dat om te bepalen of de overgang van een onderneming die het voorwerp uitmaakt van een administratieve of gerechtelijke procedure, binnen de werkingssfeer van de richtlijn valt, het beslissende criterium het doel is dat met de betrokken procedure wordt beoogd (reeds aangehaalde arresten D’Urso e.a., punt 26, en Spano e.a., punt 24).”).

105 HvJ 7 december 1995, C-472/93, EU:C:1995:421, § 21, 24 en 25.



bescherming van de rechten van de werknemers onder de Richtlijn geen plaats. Strekt de procedure er – primair – toe de voortzetting van de activiteiten van de vervreemder te verzekeren, dan moet rechtsbescherming worden geboden.<sup>106</sup> Om dezelfde reden heeft het hof de surseance van betaling ook onder de werkingssfeer van de Richtlijn gebracht, dat is immers ook een procedure – primair – strekkende tot voortzetting van de activiteiten/de onderneming van de rechtspersoon.<sup>107</sup>

Het hof overwoog i.c. dat de Richtlijn wel van toepassing is omdat een pre-pack gericht is op de voortzetting van de onderneming en de procedure *dus* gericht is op de voortzetting van de activiteiten van de vervreemder. Daarmee hanteert het hof echter een verkeerd vertrekpunt.<sup>108</sup> Het hof had niet de pre-pack maar de faillissementsprocedure als uitgangspunt moeten nemen. Het primaire doel van een curator in faillissement is opbrengstmaximalisatie ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren.<sup>109</sup>

106 HvJ 7 december 1995, C-472/93, EU:C:1995:421, § 21.

107 HvJ 7 februari 1985, C-135/83 (Abels), § 28. Zie ook: HvJ 7 december 1995, EU:C:1995:421, § 25.

108 Vgl. S.C.J.J. Kortmann, L.P. Kortmann, 'Doorstarten post-Estro: smallsteps vooruit of een giant leap achteruit?', in: *Nijmeegs Europees Privaatrecht*, Deventer: Kluwer 2018, p. 45 e.v.; N.W.A. Tollenaar, 'De implicaties van Estro voor de pre-pack en WCO I', *TvI* 2018/6, § 3; J.F. Fliek en F.M.J. Verstijlen, 'De eerste stappen voorbij Estro', *TRA* 2018/16 en *TvI* 2018/7, § 4; M. Hoogendoorn en D. Ninck Blok, 'FNV/Smallsteps, door overgang van onderneming naar ondergang van onderneming', *NtER* 2017, nr. 8, p. 215; r.o. 5.21, Rb Noord-Holland 12 oktober 2017, *JOR* 2017/338, m.nt. Spinath (*Bogra*).

109 Zie o.a. HR 21 januari 1910, W 8970 (Stroeve/Gonsalves q.q.); HR 19 april 1996, *NJ* 1996/727 (Maclou & Provost) en HR 19 december 2003, *JOR* 2004/61 (Mobell/Interplan). Vgl. HR 18 december 2015, *NJ* 2016/172 (Hoeksma q.q./R.M. Trade); HR 26 december 2011, *JOR* 2012/65 (Prakke/Gips). De vraag kan echter ook gesteld worden of dit doel inmiddels niet achterhaald is. Zie voor beschouwing van deze vraag bijv. J.J. van Hees, 'Het faillissement als achterhaald concept', in: S.E. Bartels e.a., *Vertrouwen in het burgerlijke recht. Liber amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann*, Deventer: Wolters Kluwer 2017. Zie ook: A. van Hees, 'Het doel van het faillissement en de taak van de curator', *TvI* 2004/45; J.J. van Hees, 'De schone schijn van toezicht in het insolventierecht', in: T. Havinga, *Toezicht tegen het licht; kernwaarden, kansen en knelpunten*, Deventer: Kluwer 2015; F.M.J. Verstijlen, 'De faillissementsprocedure van art. 69 Fw revisited', *WPNR* 2015/7074; J.J. van Hees en A. Ourhris, 'Kroniek van het insolventierecht', *NJB* 2016/748, p. 1072.

De pre-pack is daartoe een middel, niet het doel.<sup>110</sup> Het doel van opbrengstmaximalisatie wordt bereikt door de liquidatie van de goederen van de vervreemder.

In Abels brengt het hof deze nuancering nog wel aan door als volgt te overwegen:

“Een procedure van het type „surséance van betaling” heeft enkele kenmerken gemeen met de faillissementsprocedure; zo is zij evenals deze laatste gerechtelijk van aard. Anderzijds onderscheidt zij zich ervan, doordat het toezicht van de rechter op de aanvang en het verloop van de procedure een meer beperkte draagwijdte heeft. *Verder is de procedure primair gericht op het behoud van de boedel en, zo mogelijk, de voortzetting van de onderneming*; door middel van een collectieve opschorting van de betalingsverplichtingen wordt beoogd een regeling te vinden die deze voortzetting voor de toekomst verzekert.”<sup>111</sup> [*cursivering SvdB*]

Langs dezelfde lijn had het hof i.c. moeten oordelen: is de procedure primair gericht op het behoud van de boedel? Een faillissement is niet primair gericht op het behoud van de boedel maar op opbrengstmaximalisatie via vereffening van het vermogen.<sup>112</sup> Ter realisering van dit doel kan een pre-pack worden ingezet, maar dat doet niet af aan het feit dat – primair – de goederen van de rechtspersoon vereffend worden (en de bescherming van de Richtlijn niet van toepassing is).

Uit de hiervoor besproken arresten volgt dat het onderscheid tussen de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon of de onderneming relevant is en nauw luistert.

---

110 Vgl. N.W.A. Tollenaar, ‘De implicaties van Estro voor de pre-pack en WCO I’, *TvI* 2018/6, § 3: “Het hoofddoel van faillissement is nog steeds opbrengstmaximalisatie. Bedrijfsvoortzetting is niet het “ultieme doel van de procedure als zodanig”. Het is een middel om tot opbrengstmaximalisatie te geraken. Dit geldt dan ook evenzeer voor een pre-pack. Ook een beoogd curator die handelt in de voorfase mag een bedrijfsvoortzetting niet als zelfstandig of “ultiem” doel op zich nastreven en de verhaalsbelangen van de crediteuren daaraan ondergeschikt maken. Hij mag een bedrijfsvoortzetting slechts nastreven als middel om de verhaalsbelangen van de gezamenlijke schuldeisers te dienen. Dit laatste is en blijft zijn primaire taak.”

111 HvJ 7 februari 1985, C-135/83 (Abels), § 28.

112 Zie o.a. HR 21 januari 1910, W 8970 (Stroeve/Gonsalves q.q.), HR 19 april 1996, NJ 1996/727 m.nt. Kleijn (Maclou & Provost) en HR 19 december 2003, JOR 2004/61 m.nt. J.J. van Hees (Mobell/Interplan).

### 3.4 Reorganisatiewaarde

Naast de liquidatiewaarde speelt het begrip reorganisatiewaarde een belangrijke rol bij financiële herstructureringen.<sup>113</sup> Zoals ik heb weergegeven in paragraaf 3.2.5 en nog nader zal toelichten in hoofdstuk 5, is de reorganisatiewaarde van belang bij een herstructurering van de vermogensstructuur door een pre-insolventieakkoord: een buiten het faillissement of de surseance van betaling doorgevoerd dwangakkoord.

Beknopt weergegeven wordt bij een pre-insolventieakkoord de vermogensstructuur gewijzigd en de totale ondernemingswaarde (her)verdeeld over degenen die hiertoe gerechtigd zijn. Bij een pre-insolventieakkoord komt geen transactie tot stand waarbij een koper (in de markt) en verkoper een prijs overeenkomen over de aandelen in het kapitaal van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Het schatten van de omvang van de te verdelen waarde vindt plaats op grond van een waarderingsanalyse.<sup>114</sup> Weliswaar kan de uitkomst van die analyse (mogelijkerwijs) in de markt worden getoetst, maar de uitkomsten hiervan zijn vaak lager dan de waarde die de vermogensverschaffers aan de onderneming toekennen. Als dat niet zo zou zijn, handelen de vermogensverschaffers in beginsel irrationeel. Als de (eventuele) biedingen namelijk in vergelijking met de waarderingsanalyse (van de vermogensverschaffers) leiden tot een hogere opbrengst, dan kunnen vermogensverschaffers meer waarde realiseren door de verkoop.

---

113 Vgl. M.L. Lennarts, 'De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation?', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 285.

114 Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.4.2, 4.1.

De reorganisatiewaarde is gelijk te stellen met het begrip *reorganization value* uit de Amerikaanse juridische literatuur en rechtspraak.<sup>115</sup> Reorganization value wordt gedefinieerd als “the enterprise value of the reorganized debtor”.<sup>116</sup> De reorganisatiewaarde is in beginsel de ondernemingswaarde gebaseerd op een going concern *business case* van de geherstructureerde vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming(en))<sup>117</sup> en een genormaliseerde of levensvatbare vermogensstructuur.<sup>118</sup> De reorganisatiewaarde gaat in beginsel uit van de veronderstelling dat de onderneming een verbetering van de geprognosticeerde kasstromen kan realiseren: operationeel verbetert de onderneming zich ten opzichte van de situatie zonder financiële herstructurering. In vergelijking met het huidige vooruitzicht kan bijvoorbeeld gelden dat mogelijke investeringen niet langer worden uitgesteld en de onderneming minder negatieve gevolgen ondervindt van bijvoorbeeld speculatie op de markt.

- 115 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 78 e.v., p. 167, voetnoot 171 en p. 284; Re US Bank N.A.V. Wilmington Trust Co., 426 B.R. 114, 129-130 (Bankr. D. Del. 2010); Re Spansion, Inc., 426 B.R. 114 (Bankr. D. Del. 2010); Re P.J. Keating Co., 168 B.R. 464, 468 (Bankr. D. Mass. 1994); R.F. Broude, ‘Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code’, *Law Journal Press*, 2013, p. 13.
- 116 I.M. Pachulski, ‘The Cram Down and Valuation Under Chapter 11 of The Bankruptcy Code’, *North Carolina Law Review*, 1980, volume 58/5, article 3, p. 939; P.V. Pantaleo and B.W. Ridings, ‘Reorganization value’, *The Business Lawyer*, 1996, volume 51/2, p. 419-420; Re US Bank N.A.V. Wilmington Trust Co., 426 B.R. 114, 129-130 (Bankr. D. Del. 2010); re P.J. Keating Co., 168 B.R. 464, 468 (Bankr. D. Mass. 1994); R.F. Broude, ‘Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code’, *Law Journal Press*, 2013, p. 13-2.
- 117 Vgl.: *In re Potter Material Service, Inc.*, 781 F.2d at 103-04; *In re Landau Boat Co.*, 13 B.R. at 792-93; *Matter of Huckabee Auto Co.*, 33 B.R. at 140-41; *In re Jartran*, 44 B.R. at 368; *In re Baugh*, 73 B.R. 414, 419 (Bankr.E.D.Ark. 1987); *In Re Future Energy Corp.*, 83 B.R. 470 (Bankr. S.D. Ohio 1988); I.M. Pachulski, *The Cram Down and Valuation Under Chapter 11 of The Bankruptcy Code*, *North Carolina Law Review*, 1980, volume 58, nr. 5, article 3, p. 938-939. Weliswaar was destijds sprake van de voorloper van Chapter 11 maar het onderliggende uitgangspunt van going concern waarde is niet veranderd. Zie ook: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 167, voetnoten 171 en 172.
- 118 Dit boek gaat niet in op de financieel-economische literatuur die ziet op de vraag naar de optimale vermogensstructuur en de impact van de vermogensstructuur op de ondernemingswaarde, een onderwerp dat al decennialang wordt onderzocht. Voor een literatuuroverzicht verwijs ik naar: M. Barclay e.a., ‘The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence,’ *Journal of Applied Corporate Finance* 12, no. 1 (1999): 8-20; zie ook: E.R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011, hoofdstuk 6; B.J. Schauten, *Valuation, capital structure decisions and the cost of capital* (diss. 2008); T. Koller e.a., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 29; J.H. van Binsbergen, J.R. Graham, Jie Yang, ‘The cost of debt’, *Journal of Finance*, 65, no. 6 (2010).

De enterprise DCF-methode gaat uit van discontering van toekomstige kasstromen. De discontering,<sup>119</sup> het contant maken van de toekomstige kasstromen naar een bepaalde waarderingsdatum, vindt plaats op grond van een disconteringsvoet, ook wel de vermogenskostenvoet genoemd. De vermogenskostenvoet is een gewogen gemiddelde vermogenskosten-voet: de *weighted average cost of capital* (de “WACC”). Met andere woorden, de WACC is het gewogen gemiddelde van de marginale kosten van alle bronnen van beschikbaar gesteld (vreemd of eigen) vermogen.<sup>120</sup> De WACC is de noemer in de formule van de DCF-methode. Een hogere WACC leidt dus tot een lagere ondernemingswaarde (de disconteringsvoet is namelijk gestegen) en *vice versa*. Bij een onderneming in financiële moeilijkheden is de WACC hoger vanwege de zogenoemde *distress premium*. Vermogensverschaffers verlangen namelijk een rendementspremie voor het extra risico dat zij lopen. Bij een hoger risicoprofiel van de leningnemer hoort een hoger rendement. Bij gelijkblijvend rendement zouden (rationele) kapitaalverschaffers anders de voorkeur hebben voor een onderneming met het laagste risicoprofiel. De distress premium ziet zowel op verhoging van de kosten van eigen als van vreemd vermogen.<sup>121</sup> Bij de gedaalde ondernemings- en dus aandelenwaarde is er sprake van een hogere mate van *leverage* (de mate waarin de vennootschap met vreemd vermogen is gefinancierd). Als de vermogensstructuur wordt genormaliseerd, dalen de vermogenskosten. Dit leidt tot een hogere ondernemingswaarde. De met een herstructurering aangepaste businesscase kan daarnaast leiden tot een verbetering van de geprognosticeerde kasstromen. Vandaar dat de reorganisatiewaarde hoger is dan de ondernemingswaarde voorafgaand aan de financiële herstructurering.

Samengevat houdt de reorganisatiewaarde dus – in beginsel – de (verhoogde) ondernemingswaarde op grond van een verbeterd toekomstperspectief en een aangepaste (verlaagde) vermogenskostenvoet in. Hiernaast

119 Voor een uitleg over discontering verwijs ik naar R.A. Brealey e.a., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill 2011, 10e druk, Ch. 2 (*How to calculate present values*).

120 T. Copeland e.a., *Waardering*, Den Haag: Academic Service, 2003, p. 208.

121 Zie bijv. A. Damodaran, ‘Valuing Distressed and Declining Companies’, *New York University – Stern School of Business*, June 2009, p. 36-37; A. Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., 2006, 2<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 17 (*The cost of distress*); A. Damodaran, *The dark side of valuation*, 2010, 2<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 12 (*Winding Down: Declining Companies*); E.I. Altman, *Bankruptcy, Credit Risk and High Yield Junk Bonds*, Blackwell Publishers Inc., 2002.

wordt de reorganisatiewaarde ook aangemerkt als de waarde die is te realiseren met een gecontroleerde liquidatie buiten faillissement, waarmee mogelijk een hogere liquidatieopbrengst is te realiseren ten opzichte van een (ongecontroleerde) liquidatie in faillissement.<sup>122</sup> De hogere liquidatieopbrengst die met het akkoord is te behalen, wordt dan eveneens aangemerkt als de 'reorganisatiewaarde'.<sup>123</sup> Ik verwijs in dit verband voorts naar Amerikaanse literatuur.<sup>124, 125</sup>

---

122 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 284-285.

123 R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 8-12b; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 284-285.

124 Zie: T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 211: "The key conceptual difference between a reorganization and a liquidation is that in a reorganization the firm's assets (or most of them) are sold to the creditors themselves rather than to third parties. The principal distinction is not that the assets are kept together in a reorganization; they can be kept together in a chapter 7 liquidation proceeding as well if they are sold as a unit to a third-party buyer. (...) In a straight piecemeal liquidation either the assets are distributed in kind to secured claimants (...) or the assets are sold (...). In a going-concern liquidation the business is sold to a third party (...). In either of these cases the valuation procedures are far from intractable. (...) In a reorganization, however, the proceeds from the "sale" out of which claims against the debtor will be paid will consist principally of new claims against the same firm. This makes the valuation of the payment to the claimants substantially more difficult because the value of the reorganized firm's securities will depend on its value as a going concern."

125 Zie: T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 212: "Whether the process is a piecemeal liquidation, a going-concern liquidation, or a reorganization (...)."

## HOOFDSTUK 4

### DE BLOKKERINGSREGELING, PRIJSBEPALINGSREGELS EN WAARDERINGSDILEMMA'S VOOR WAARDERINGSDESKUNDIGEN

(*Ondernemingsrecht 2013/113*)

#### 4.1 Onderzoeksvraag

Deelvraag 1 luidt:

“Wat zijn de waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en op welke wijze gaan waarderingsdeskundigen daarmee om?”

#### 4.2 Inleiding

Met de invoering van de Flex-BV is de wettelijke blokkeringsregeling gewijzigd waardoor uittreding van aandeelhouders eenvoudiger kan plaatsvinden en er mogelijkheden zijn om prijsbepalingsregels statutair vorm te geven.

Onder oud recht was het reeds toegestaan een statutaire bepaling tot *waardevaststelling* op te nemen. Deze regel diende er echter toe te leiden dat de *werkelijke* waarde werd geschat en mocht niet leiden tot onredelijke uitkomsten.<sup>1</sup> Daarnaast gold één uitzondering op het verbod tot het opnemen van een statutaire *prijsbepalingsregeling*. Bij prioriteitsaandelen mocht in de statuten namelijk een regeling worden opgenomen dat waardering tegen nominale waarde plaatsvindt, mits op de prioriteitsaandelen jaarlijks niet meer wordt uitgekeerd dan de wettelijke rente en deze aandelen slechts voor nominale waarde delen in het overschot na vereffening.<sup>2</sup>

---

1 Zie: P.P. de Vries, 'Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht', *Ondernemingsrecht* 2012/19 en de door hem in voetnoot 3 aangehaalde bronnen.

2 Zie § 26 van de departementale richtlijnen 1986 en de noot van J.M.M. Maeijer onder HR 21 januari 2005, *NJ* 2005/126, § 1. In de betreffende casus was deze regel in de blokkeringsregeling opgenomen, waarover meer in § 4.3.4.

Als er in de statuten geen prijsbepalingsregeling is opgenomen en aandeelhouders vasthouden aan de wettelijke aanbiedingsregeling, leidt dit er nog steeds toe dat een uittredende aandeelhouder, indien hij dit verlangt, een prijs voor zijn aandelen ontvangt, gelijk aan de waarde daarvan, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. Bij zo'n waarderingsopdracht ervaren waarderingsdeskundigen waarderingsdilemma's.<sup>3</sup>

Medio 2013 heb ik onderzoek gedaan naar de waarderingsdilemma's bij een waarderingsopdracht voor de blokkeringsregeling en de wijze waarop waarderingsdeskundigen met die waarderingsdilemma's omgaan. Hiermee is beoogd inzicht te krijgen in de (financieel-economische) variabelen die voor partijen relevant (kunnen) zijn bij het opstellen van een statutaire maar ook contractuele prijsbepalingsregeling in respectievelijk de statuten en de aandeelhoudersovereenkomst. Ter beantwoording van deze vragen heb ik een enquête opgesteld die aan waarderingsdeskundigen in Nederland is gestuurd.

In paragraaf 4.3 zet ik het onderzoek en de onderzoeksgroep uiteen, waarna per waarderingsdilemma een theoretische behandeling en de uitkomsten van het empirische onderzoek volgen (paragraaf 4.3.1). In paragraaf 4.4 geef ik de onderzoeksresultaten en een aantal conclusies weer. In Annex A (hoofdstuk 13.1) worden de methodologie, de samenstelling van de onderzoeksgroep en de antwoorden op de enquête weergegeven. In Annex B (hoofdstuk 13.2) is de aan de waarderingsdeskundigen verstuurd enquête integraal opgenomen en Annex C (hoofdstuk 13.3) biedt tot slot een overzicht van de totale onderzoeksgroep.

---

3 Dat een waardering van een onderneming gebaseerd is op meerdere schattingen van variabelen en dat daarbij dilemma's optreden wordt bijvoorbeeld uiteengezet in: A. Damodaran, *The Dark Side of Valuation, 2nd Edition: Valuing Young, Distressed, and Complex Business*, FT Press 2010, Ch. 1. Ook in de juridische literatuur is onder andere geconstateerd dat niet duidelijk is wat wordt bedoeld met de te bepalen waarde en dat een waarderingsopdracht doorgaans niet louter een mathematische exercitie inhoudt. Zie bijv.: H.J. Portengen, 'Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting (?)', in: *De Vereenvoudigde BV, Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Wolters Kluwer 2006, p. 89 en 90.



### 4.3 Onderzoek en onderzoeksgroep: de waarderingsdeskundigen

Als aandeelhouders besluiten om een statutaire prijsbepalingsregeling op te nemen, moet worden bepaald welke (financieel-economische) variabelen een rol moeten spelen. Om dit te kunnen bepalen is de vraag relevant bij welke onderdelen in het waarderingsproces deskundigen dilemma's ervaren. Het herkennen van de waarderingdilemma's biedt inzicht in de variabelen waarvoor bij het opstellen van de regeling extra aandacht is vereist. Hierdoor is de kans groter dat de toepassing of uitleg van de prijsbepalingsregel (hetgeen vaak jaren later van toepassing is) daadwerkelijk plaatsvindt conform de (oorspronkelijke) bedoelingen van de aandeelhouders. Naast het opstellen van een prijsbepalingsregeling kan het echter ook zo zijn dat partijen bij uittreding vasthouden aan de benoeming van een waarderingdeskundige maar hem voor de waardering bepaalde richtlijnen wensen mee te geven (bijvoorbeeld de DCF-methode of juist een bepaalde multiple). Ook hiervoor is het relevant om te beseffen aan welke (financieel-economische) variabelen een nader omschreven invulling kan worden gegeven.

Om op het bovenstaande een antwoord te formuleren heb ik een empirisch onderzoek uitgevoerd waarbij de volgende vragen centraal stonden: (a) wat zijn voor een waarderingdeskundige de waarderingdilemma's bij de blokkeringsregeling; en (b) welke oplossing(en) kiezen waarderingdeskundigen voor de desbetreffende waarderingdilemma's? Ter beantwoording van deze vragen is een enquête opgesteld, bestaande uit multiplechoicevragen, die vervolgens aan de waarderingdeskundigen in Nederland is gestuurd.

De gehanteerde groep waarderingdeskundigen bestond uit de volgende groepen personen. Allereerst de *Register Valuers* ("RV's"), personen verbonden aan het Nederlands Instituut voor Register Valuers ("NIRV"),<sup>4</sup> die zich onder andere bezighouden met waarderingen bij de blokkeringsregeling. De RV's die werkzaam zijn bij bijvoorbeeld multinationals (hetgeen mogelijk is), zijn daarom niet aangeschreven. In totaal zijn 71 RV's

4 In 2013 bestond er naast het NIRV nog de Stichting Waarderingsonderzoek ten behoeve van Bedrijf en Onderneming ("SWBO"), waar RV's ook geregistreerd moesten zijn. SWBO is met ingang van 1 juli 2015 ontbonden. De werkzaamheden zijn ondergebracht bij het NIRV: [www.nirv.nl/nl/nieuws/13/vernieuwd-nirv-stimuleert-onderzoek-ondernemingswaardering](http://www.nirv.nl/nl/nieuws/13/vernieuwd-nirv-stimuleert-onderzoek-ondernemingswaardering).

geselecteerd.<sup>5</sup> Daarnaast zijn de deskundigen aangeschreven die volgens de database van de Stichting Landelijk Register Gerechtelijk Deskundigen ("LRGD")<sup>6</sup> gespecialiseerd zijn in aandelenwaardering (24 personen).<sup>7</sup> Tot slot zijn waarderingsdeskundigen benaderd die zijn verbonden aan een Valuation-afdeling van een accountantskantoor of bank (in totaal 18). Deze personen zijn vaak niet verbonden aan het LRGD of het NIRV. Dit betekent overigens niet dat zij niet worden ingeschakeld als gerechtelijk deskundigen.<sup>8</sup>

De totale onderzoeksgroep bestond uiteindelijk uit 83 personen. Weliswaar is de optelsom van de drie subgroepen 113 maar een deel antwoordde onvoldoende ervaring met een waardering voor de blokkeringsregeling te hebben (7 personen), een aantal was voor langere tijd buiten kantoor en kon niet voor de gestelde deadline reageren (14 personen), een aantal e-mailadressen uit de diverse databanken bleek niet meer in gebruik (8 personen) en voor een enkeling was de Nederlandse taal van de enquête een probleem (1 persoon). De responsegraad was uiteindelijk ca. 26%.

#### 4.3.1 Waarderingsdilemma's

Bij een waardering voor de blokkeringsregeling heb ik, aan de hand van interviews met deskundigen, onderscheid gemaakt tussen de volgende waarderingsdilemma's: de te hanteren waardemaatstaf (paragraaf 4.3.2), de te hanteren waarderingsmethode (paragraaf 4.3.3), de eventuele toepassing van discounts (paragraaf 4.3.4), het waarderingsproces (paragraaf 4.3.5) en de uiteindelijke prijsvaststelling (paragraaf 4.3.6).

---

5 In mei 2013 telde het NIRV 201 leden, waarvan overigens 192 mannen en slechts 9 vrouwen. In 2008 waren er nog 157 RV's. Bron: het online magazine *Van Waarde*, editie mei 2013, te raadplegen via [www.nirv.nl](http://www.nirv.nl). Van slechts 185 RV's waren in mei 2013 de contactgegevens te raadplegen via [www.nirv.nl](http://www.nirv.nl). In december 2016 telde het NIRV 252 leden: [www.nirv.nl/nl/contact/deelnemers](http://www.nirv.nl/nl/contact/deelnemers).

6 [www.lrgd.nl/zoek-een-deskundige](http://www.lrgd.nl/zoek-een-deskundige).

7 Er zijn ook deskundigen die in het LRGD staan geadministreerd en ook RV zijn. Die personen zijn niet meegeteld in de groep RV's.

8 Bijv.: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 23 oktober 2008, *JOR* 2008/334 (Schuitema) waarin prof. dr. L. Traas en drs. H.T. Haanappel als deskundigen waren benoemd; Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 26 juni 2012, *ARO* 2012/106 waarin dr. H. Oosterhout (*Duff & Phelps*, Amsterdam) als deskundige werd benoemd.

Aangezien de waarderingsdeskundige de opdracht krijgt om zijn waardering op een bepaald moment uit te voeren is er geen sprake van een dilemma omtrent de waarderingsdatum, de zogenoemde peildatum. Wat de betreffende peildatum moet zijn, is voorafgaand aan de verstrekking van de waarderingsoptocht vaak wel – ook in andere ondernemingsrechtelijke procedures – een punt van discussie.<sup>9</sup>

#### 4.3.2 De te hanteren waardemaatstaf

In art. 2:195 lid 6 BW (oud) was voorgeschreven dat de blokkeringsregeling zodanig diende te zijn dat de aandeelhouder, indien hij dit verlangt, een prijs ontvangt, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. Het is niet mijn doel om uitgebreid in te gaan op de wijzigingen onder de Flex-BV en/of de systematiek van de blokkeringsregeling in het algemeen, maar in het huidige art. 2:195 BW blijft het besloten karakter van de B.V. het uitgangspunt omdat, zonder nadere statutaire regeling, de aanbiederingsregeling van toepassing is. De aandeelhouder ontvangt, indien hij dit verlangt, van de medeaandeelhouders nog steeds een prijs, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen.

9 Zie in dit kader bijv.: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 22 juni 2000, *JOR* 2000/169 (Polygram); Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 juni 2000, *JOR* 2000/170 (Pirelli) en meer recent Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 mei 2013, *JIN* 2013/71, m.nt. E. Baghery en G.C. Vergouwen (SAAB). Voor een nadere uiteenzetting van de peildatumproblematiek wordt verwezen naar C.D.J. Bulten, 'Peildatumperikelen', in: *Willems' wegen, opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Deventer: Wolters Kluwer 2010, p. 63 e.v. Voor een laatste update over de huidige stand van zaken verwijs ik kortheids halve naar: J.B. Huizink e.a., *Waardering van aandelen na UNIT4*, Deventer: Wolters Kluwer 2016. Met de uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) van 7 juli 2015, *JOR* 2015/234 (UNIT4) is de Ondernemingskamer teruggekomen op het door de Ondernemingskamer sinds 2000 gevoerde beleid dat in uitkoopprocedures de prijs van de betreffende aandelen moet worden bepaald per een tijdstip dat zo dicht mogelijk ligt bij de datum waarop de overdracht van de betrokken aandelen moet plaatsvinden. R.o. 3.17, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) van 7 juli 2015, *JOR* 2015/234 (UNIT4): "Bovenstaande overwegingen brengen de Ondernemingskamer ertoe om vanaf heden in uitkoopprocedures die volgen op een openbaar bod bij het bepalen van de peildatum aansluiting te zoeken bij het bod. Meer in het bijzonder zal in die gevallen als uitgangspunt worden gehanteerd dat de peildatum gelijk is aan de datum van de betaalbaarstelling onder het bod, mits de bieder dan ten minste 95% van het geplaatste kapitaal (en ten minste 95% van de stemrechten) van de doelvennootschap houdt."

Zowel de oude als de nieuwe blokkeringsregeling gaat voor de vaststelling van de prijs van de aandelen uit van “de waarde” van de aandelen. Wat betreft de blokkeringsregeling moet bij afwezigheid van prijsbepalingsregels voor de waardering worden uitgegaan van de “*werkelijke waarde*”,<sup>10</sup> zonder dat inzichtelijk wordt gemaakt wat daarmee wordt bedoeld. De wet noch de departementale richtlijnen<sup>11</sup> geven verdere aanwijzingen over de vraag op grond van welke waardemaatstaf de “*werkelijke*” waarde van de aandelen dient te worden bepaald.<sup>12</sup> Het is daarom niet duidelijk of een waarderingsdeskundige moet uitgaan van, bijvoorbeeld, een stand-alone gedachte of juist van eventuele strategische overwegingen en/of bepaalde synergie-afwegingen of een prijs die een derde wil betalen.

In een uitspraak van de Hoge Raad van 2 maart 2001 werd in het kader van een echtscheiding en de waardering van incurante aandelen overwogen dat in het vermogensrecht, het belastingrecht en de accountancy niet één onder alle omstandigheden geldige maatstaf is ontwikkeld voor het bepalen van de waarde van incurante aandelen.<sup>13</sup> Het hof ‘s-Gravenhage heeft, ook bij de verdeling van een huwelijksgemeenschap na echtscheiding (waartoe het ondernemingsvermogen behoorde), overwogen dat *niet* als uitgangspunt dient te worden genomen de aandelenwaarde in het vrije economische verkeer uitgaande van de situatie dat de onderneming aan een derde tegen de beste verkoopcondities kan worden verkocht.<sup>14</sup> De rechtsverhouding tussen de deelgenoten in een onverdeelde boedel wordt namelijk beheerst door de redelijkheid en billijkheid, hetgeen afhangt van alle feiten en omstandigheden van het geval. In deze zaak werd een gerechtelijk deskundige benoemd, waarbij het hof onder andere overwoog:

“In het BW zijn geen grondslagen vermeld op basis waarvan de waarde van het ondernemingsvermogen moet worden vastgesteld. Het behoort tot het debat van partijen wat de grondslag voor de waardering van het ondernemingsvermogen dient te zijn. Indien partijen geen overeenstemming weten te bereiken over de grondslag bepaalt de rechter de uitgangspunten voor de waardering.”<sup>15</sup>

10 Asser/Maeijer, *Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\** 2009/291; P.P. de Vries, ‘Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht’, *Ondernemingsrecht* 2012/19, § 2 en 6.

11 Vaststelling Richtlijnen 1986 voor beoordelen oprichtingen en statutenwijzigingen van N.V.’s en B.V.’s met beperkte aansprakelijkheid, § 26: prijs van de aandelen.

12 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. Rijksuniversiteit Groningen), p. 170.

13 HR 2 maart 2001, NJ 2001/584, m.nt. S.F.M. Wortmann.

14 Gerechtshof ‘s-Gravenhage 14 juni 2011, ECLI:NL:GHSGR:2011:BR3775.

15 R.o. 5, Gerechtshof ‘s-Gravenhage 14 juni 2011, ECLI:NL:GHSGR:2011:BR3775.

De rechtbank had geen uitgangspunten verschaft en om die reden had de onafhankelijke deskundige de volgende uitgangspunten aan zijn prijsvaststelling ten grondslag gelegd: (a) stand-alone gedachte, oftewel er is geen rekening gehouden met de mogelijke toekomstige acquisities/samenwerking met andere ondernemingen door de vennootschap; (b) de going concern gedachte, oftewel voortzetting van de onderneming; (c) de onderneming zal verder gaan op basis van ongewijzigd beleid; en (d) de waarde wordt bepaald op basis van de DCF-methode. Naar het oordeel van het hof passen deze uitgangspunten binnen de in de rechtspraak ontwikkelde uitgangspunten voor de prijsbepaling van het ondernemingsvermogen voor de verdeling van een huwelijksgoederengemeenschap.<sup>16</sup>

*Bod van een derde partij*

Bij de waardemaatstaf is ook onduidelijk wat de rol van een uitgebracht bod van een derde partij is. Anders dan hierboven voor een huwelijksgoederengemeenschap weergegeven, is in de literatuur naar voren gebracht dat als waardemaatstaf (ten eerste) kan worden gedacht aan de waarde in het economisch verkeer.<sup>17</sup>

In het deskundigenbericht dat relevant was in het Hooymans-arrest werd de waarde in het economische verkeer door de deskundige als volgt omschreven:

“De prijs waarbij een willige verkoper en een willige koper in een redelijk competitieve markt geacht kunnen worden tot een koop/verkoop overeenkomst te komen.”<sup>18</sup>

16 R.o. 8-10, Gerechtshof 's-Gravenhage 14 juni 2011, ECLI:NL:GHSGR:2011:BR3775.

17 H.J. Portengen, 'Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting (!)', in: *De Vereenvoudigde BV, Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Wolters Kluwer 2006, p. 88. Zie ook: B. Snijder-Kuipers, 'Flexibeler waardebe-  
palen van aandelen na invoering Flex-BV', *JBN* 2012(11), 1 november 2012.

18 R.o. 2.3, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, *JOR* 2010/96 (*Hooymans*).

Deze omschrijving lijkt echter meer op de fair market value, dan op de in paragraaf 3.2.2 weergegeven definitie van waarde in het economische verkeer:

“De prijs die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding.”<sup>19</sup>

Ondanks deze constatering, is het de vraag in hoeverre een waarderingsdeskundige rekening moet houden met een bod van een derde partij. Oftewel, mag een van een derde afkomstig bod bij de waardering van de aandelen een rol spelen?

Paragraaf 26 van de departementale richtlijnen 1986 gaf als toelichting op art. 2:195 lid 6 BW (oud) dat de statuten weliswaar normen mochten bevatten voor het bepalen van de werkelijke waarde van de aangeboden aandelen, maar ook dat de prijs die een derde heeft geboden *niet* als maatstaf mocht worden aangewezen.<sup>20</sup> Ten Berg vindt het voorgaande moeilijk verdedigbaar.<sup>21</sup> Over wat de ‘werkelijke’ waarde op enig moment is en hoe die vervolgens dient te worden vastgesteld kan verschillend worden gedacht maar dat de door een derde geboden prijs, bij de waardering geen enkele rol mag spelen, lijkt volgens Ten Berg – en mijns inziens terecht – “lastig”. Den Boogert wees er tijdens een in 1992 gehouden congres op dat het departement dit had ingezien en “op deze dwaallee is teruggekomen”.<sup>22</sup>

---

19 Zie bijv.: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 juli 2008, *JOR* 2008/197 (Euronext). Dit begrip komt voort uit de fiscale rechtspraak. Zie: HR 5 februari 1969, nr. 16 047, *BNB* 1969/63; HR 31 mei 1995, nr. 29 224, *BNB* 1995/228; G.T.K. Meussen, *Bedrijfswaarde* (diss.), Deventer: Kluwer 1997, p. 29.

20 Vaststelling Richtlijnen 1986 voor beoordelen oprichtingen en statutenwijzigingen van N.V.’s en B.V.’s met beperkte aansprakelijkheid, § 26: prijs van de aandelen; P. Sanders & W. Westbroek, *BV en NV*, Deventer: Wolters Kluwer 2005, p. 108.

21 J.A.M. ten Berg, in: W. Bosse e.a., *Statuten zonder bezwaar*, Preadvies uitgebracht voor de jaarlijks ALV van de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, Den Haag: Sdu Uitgevers 2002, p. 193.

22 M.W. den Boogert, ‘Aandeelhouderscontracten en joint venture-bv’s’, in: L. Timmerman e.a., *Ondernemingsrechtelijke contracten*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen, deel 14, Deventer: Kluwer 1991, p. 78.

Het departement stond in het vervolg statutaire regelingen toe die ertoe leidden dat de met de waardering belaste deskundigen met een bod van derde rekening moeten houden. De memorie van toelichting op de wetsvoorstellen tot aanpassing van art. 2:87 en 2:195 BW vermeldt op dit punt echter niets.<sup>23</sup>

*Uitkomsten: de te hanteren waardemaatstaf*

Vraag 1 van de enquête luidde als volgt:

*“De blokkeringsregeling geeft aan dat de ‘waarde’ dient vast te worden gesteld. Welke waardemaatstaf hanteert u in zo’n situatie?”*

In 81% van de antwoorden werd gekozen voor de waarde van de aandelen in de ‘as is’-situatie (onder een going concern stand-alone gedachte). 0% koos voor de waarde voor de andere, overnemende aandeelhouder (met inbegrip van de mogelijke beleidswijzigingen die hij vervolgens kan doorvoeren) en 19% voor de waarde die een derde aan de aandelen zou kunnen toekennen (de waarde in het economisch verkeer). Zoals ik in hoofdstuk 3 heb toegelicht kan de vraag naar de waarde in het economische verkeer in beginsel, zonder toereikende informatie, niet goed worden beantwoord. Deze analyse is onder meer afhankelijk van de beschikbare informatie. Om de value in exchange (het onderscheid tussen de waarde in het economische verkeer en de fair market value daargelaten) als uitgangspunt te nemen, is informatie over de (mogelijke) andere marktparticipanten, hun verwachtingen, de marktontwikkelingen in het algemeen, de kenmerken van het verkoopproces etc. noodzakelijk. Zonder aanvullende informatie leidt de keuze voor de value in exchange al snel tot een speculatieve uitkomst. Om die reden begrijp ik de keuze van de deskundigen voor de stand alone waarde.

In paragraaf 3.2.2 heb ik toegelicht dat de stand alone value inhoudt dat de activiteiten van de onderneming worden gecontinueerd en waarbij de waarde wordt berekend op basis van de verwachte ontwikkelingen en kasstromen van de onderneming als zelfstandige organisatie. Bij een transactie is de value in use voor de koper opgebouwd uit de stand alone value vermeerderd met de waarde die de betreffende koper met de onderneming

---

23      *Kamerstukken II 1998/99, 26 277, nr. 3.*

denkt te kunnen realiseren. Deze waardevermeerdering kan bijvoorbeeld gelegen zijn in het benutten van groeimogelijkheden, het verbeteren van de operationele activiteiten van de onderneming, het gebruik maken van de schaalgrootte en/of het door een overname te creëren competitief voordeel.<sup>24</sup>

Weliswaar is het overgrote deel van de waarderingsdeskundigen van mening dat de waarde zoals die bedoeld wordt in de wettelijke blokkeringsregeling de waarde 'as is' onder een going concern stand-alone gedachte dient te zijn, maar tegelijkertijd neemt 62% van de waarderingsdeskundigen wél een zogenoemd anti-speculatiebeding op.

Dit anti-speculatiebeding werkt als volgt. Op het moment dat een waarderingsdeskundige weet dat een derde – binnen afzienbare tijd na de overdracht van het betreffende belang – een bod zou willen uitbrengen op 100% van de aandelen, ontstaat voor een waarderingsdeskundige het dilemma of, en zo ja, hoe deze informatie verwerkt dient te worden. Een anti-speculatiebeding is in dit onderzoek gedefinieerd als een bepaling die inhoudt dat de koopprijs zal worden gecorrigeerd als de aandelen binnen een bepaalde periode na levering tegen een hogere prijs worden overgedragen aan een derde partij. Zodoende deelt de aanbiedende aandeelhouder kort gezegd mee als de aandelen binnen een bepaalde periode aan de derde worden doorverkocht. De uitkomst dat 62% van de deskundigen een anti-speculatiebeding toepast (en indirect dus rekening houdt met de waarde in het economisch verkeer) staat haaks op de uitkomst dat de overgrote meerderheid (81%) uitgaat van de waarde van de aandelen 'as is'.

Ik kan de waarderingsdeskundigen echter wel volgen in hun redenering. Op het moment van waarderen kan het eenvoudiger of zuiverder zijn om uit te gaan van de waarde 'as is' onder een going concern stand-alone gedachte. Het kan mogelijk zijn dat de waarderingsdeskundige op het moment van waarderen geen inzicht heeft in mogelijke opvolgende transacties of andere feiten en omstandigheden die de waardering kunnen beïnvloeden. Voor het geval dat mogelijk tot een snelle doorverkoop wordt overgegaan, biedt het anti-speculatiebeding de betrokken partijen in dit verband zekerheid tegen mogelijke onderwaardering.

---

24 S. Sudarsanam, *Creating value from merger and acquisitions*, Pearson Education Ltd. 2010, 2<sup>nd</sup> ed., Ch. 14.



#### 4.3.3 De te hanteren waarderingsmethode

Zoals weergegeven in paragraaf 3.2.5 dient uiteindelijk de waarderingsmethode te worden gekozen. Het is niet het doel van dit boek om waarderingsmethoden uitvoerig te analyseren. Op deze plaats wordt dan ook volstaan met een beknopte opsomming van mogelijke methoden: *net present value*-methoden (zoals de DCF-methode, de *adjusted present value* methode, het *capital cash flow* of het *equity cash flow* model),<sup>25</sup> de accountantsmethoden (waarbij wordt uitgegaan van boekwaarden, zoals de intrinsieke waarde) en de *multiples*. Zie ook paragraaf 3.2.5. Ik heb onderzocht welke waarderingsmethode de onderzoeksgroep voor een waarderingsopdracht voor de blokkeringsregeling hanteert.

#### Uitkomsten: de te hanteren waarderingsmethode

De meest gebruikte waarderingsmethoden zijn de enterprise DCF-methode en de multiple analyse, hetgeen overeenkomt met de in de literatuur weergegeven observaties en waarbij ik mij aansluit. De zogenoemde accountantsmethoden worden minder vaak gebruikt.

#### 4.3.4 Kortingen (discounts)

Een ander dilemma bestaat uit de vraag of kortingen (of premies) al dan niet moeten worden toegepast bij een waardering voor de blokkeringsregeling. Voor de berekening van de waarde van een bepaald aandelenpakket (dus minder dan 100%) wordt de totale ondernemingswaarde allereerst naar evenredigheid aan het betreffende aandelenpakket toegerekend (de 'pro rata parte-waarde'). Vervolgens doet de vraag zich voor of een bepaalde korting (of premie) moet worden toegepast vanwege de aard of omvang van het aandelenpakket.<sup>26</sup>

In de financieel-economische literatuur worden twee typen kortingen genoemd die vervolgens, dus nadat de pro rata parte-waarde is vastgesteld, als additionele correctie(s) voor het aandelenbelang kunnen worden toegepast: (i) een gebrek aan verhandelbaarheid van de aandelen in een besloten vennootschap ('*lack of marketability/liquidity*'), ook wel aangeduid met

25 T. Copeland e.a., *Waardering*, Den Haag: Academic Service, 2003, p. 132.

26 Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar de discussie tussen A. Voûte en F.W.C. Blom, *De Naamloze Vennootschap*, de nrs 70/6 (juni 1992), p. 140-144, 70/7/8 (augustus 1992), p. 168-169 en 70/10 (oktober 1992), p. 229-230; F.W.C. Blom, 'Waarden van b.v.-aandelen', *TVVS* 1993/65, afl. 5, p. 121-125.

‘incourantheidskorting’; en/of (ii) een gebrek aan zeggenschap van de betrokken aandeelhouders (*‘lack of control’*), ook wel aangeduid met ‘zeggenschapskorting’ of ‘minderheidskorting’.<sup>27</sup> Het spiegelbeeld van een zeggenschapskorting is een premie voor controle, de ‘control premium’. Uit financieel-economisch onderzoek volgt dat incurantheids-<sup>28</sup> en minderheidskortingen (en control premies<sup>29</sup>) in marktransacties worden verdisconteerd.

Hieronder ga ik eerst in op de vraag of kortingen of premies worden toegepast bij de geschillenregeling en de uitkoopprocedure, waarna ik de rol van kortingen of premies bij de blokkeringsregeling beschouw. Dit onderdeel is een nadere uitwerking van het artikel zoals dat is gepubliceerd in het tijdschrift *Ondernemingsrecht* 2013/113.

#### *Geschillenregeling*

Art. 2:339 lid 1 BW bepaalt dat de prijsvaststelling in een uitstotingsprocedure door één of meer deskundigen moet plaatsvinden. Partijen kunnen hiervan afwijken, namelijk door het opstellen van een eigen statutaire of contractuele geschillenregeling.<sup>30</sup> In afwijking van lid 1 geldt op grond van art. 2:339 lid 3 BW dat de benoeming van een deskundige achterwege kan blijven indien de statuten (of een overeenkomst in de zin van art. 2:337 lid 1 BW) een maatstaf voor de bepaling van de waarde van de

---

27 M. Kantor, *Valuation for arbitration: compensation standards, valuation methods and expert evidence*, Wolters Kluwer 2008, p. 253-263; G.R. Trugman, *Understanding Business Valuation, a practical guide to valuing small to medium size businesses*, New York: American Institute of Certified Public Accountants, Inc. (AICPA), 4th edition, p. 501-619; A. Damodaran, ‘The value of control: implications for control premium, minority discounts and voting share differentials’, 2005, New York University.

28 J. Koeplin, A. Sarin & A.C. Shapiro, ‘The private company discount’, *Journal of applied corporate finance* 2002, volume 12, number 4, p. 94-101; A. Damodaran, ‘Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount’, *working paper*, New York University, 2005; S. Block, ‘The liquidity discount in valuing privately owned companies’, *Journal of Applied Finance*, no. 17, p. 13-40; S. Pratt, *Valuing a Business: The Analysis of Closely Held Companies*, New York: McGraw-Hill, 4e druk, p. 408.

29 A. Damodaran, ‘The value of control: implications for control premium, minority discounts and voting share differentials’, 2005, New York University; P. Harouna, A. Sarin and A.C. Shapiro, ‘Value of corporate control: some international evidence’, 2001, USC Working paper series; M.J. Barclay and C. Holderness, ‘Private benefits from control of public corporations’, *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, p. 371-395.

30 Art. 2:339 lid 2 jo. art. 2:337 lid 1 BW.

aandelen bevatten (en de rechter aan de hand daarvan de prijs zonder meer kan vaststellen).<sup>31</sup> Dit is de codificatie van HR 21 januari 2005, *NJ* 2005/126 (Hoffmann Beheer). In dit arrest heeft de Hoge Raad het volgende overwogen:

“3.3.2. Art. 2:339 lid 1 BW schrijft de rechter die een vordering tot aandelenoverdracht als bedoeld in art. 2:336 toewijst, dwingend voor een of drie deskundigen te benoemen die schriftelijk bericht moeten uitbrengen over de prijs van de aandelen. Dit voorschrift, dat gezien moet worden in samenhang met het derde lid van dat artikel, dat bepaalt dat de deskundigen hun bericht opstellen met inachtneming van hetgeen omtrent de vaststelling van de waarde van de aandelen in de blokkeringsregeling is bepaald, strekt ertoe te waarborgen dat de aandeelhouder die tot overdracht van zijn belang gedwongen wordt, een prijs ontvangt die zoveel mogelijk overeenstemt met die welke hij bij vrijwillige vervreemding van de aandelen zou kunnen bedingen. Een redelijke toepassing van het voorschrift van het eerste lid brengt daarom mee dat de rechter de benoeming van deskundigen achterwege kan laten, indien de blokkeringsregeling een zodanige *maatstaf voor de bepaling van de waarde van de aandelen* kent, dat aan de hand daarvan de prijs door de rechter zonder meer kan worden vastgesteld.”<sup>32</sup> [*cursive-ring SvdB*]

De Hoge Raad verwijst naar een maatstaf voor de bepaling van de waarde. In paragraaf 3.2.2 is toegelicht dat de waardemaatstaf (of -standaard) bijvoorbeeld ziet op de waarde in het economische verkeer of de fair market value. Uit bovengenoemd citaat volgt dat een waardemaatstaf zodanig geformuleerd kan zijn, dat een rechter zonder meer de prijs van de aandelen gelijk aan de waarde ervan, kan vaststellen. Dat is bij de waarde in het economische verkeer of de fair market value – uiteraard – niet het geval. De vaststelling van de maatstaf is dan slechts het vertrekpunt voor de waarderingsanalyse (zie het waarderingskader in paragraaf 3.2.6). De reden waarom de Hoge Raad tot het oordeel kwam dat de i.c. geldende maatstaf wel dusdanig overzichtelijk was dat de benoeming van deskundigen achterwege kon blijven, is naar mijn idee gelegen in het feit dat voor de prijsvaststelling i.c. werd aangesloten bij de nominale waarde.<sup>33</sup>

31 Hetzelfde geldt overigens voor de uittredingsprocedure (art. 2:343 lid 2 BW).

32 R.o. 3.3.2., HR 21 januari 2005, *NJ* 2005/126 (Hoffmann Beheer).

33 R.o. 3.3.3., HR 21 januari 2005, *NJ* 2005/126 (Hoffmann Beheer).

De betreffende statutaire blokkeringsregeling luidde (deels) als volgt:

“5. De prijs, die de verzoeker van de gegadigde(n) bedoeld in lid 4 onder b van dit artikel moet ontvangen, indien hij bereid is het aandeel of de aandelen waarop zijn verzoek betrekking had, aan laatstgenoemde(n) te verkopen *en welke prijs voor aandelen A nimmer meer kan bedragen dan de nominale waarde van die aandelen*, wordt vastgesteld door de *verzoeker en het bestuur* in onderling overleg. Bij het niet bereiken van overeenstemming over die prijs (...) wordt die prijs vastgesteld door één of meer onafhankelijke deskundigen, door de verzoeker en het bestuur gezamenlijk aan te wijzen.”<sup>34</sup> [*cursivering SvdB*]

Uit het gecursiveerde gedeelte volgt dat de aandelen voor overdracht in het kader van de blokkeringsregeling hoogstens tegen de nominale waarde gewaardeerd kunnen worden. Vanwege de aanknoping bij de nominale waarde, is te concluderen dat niet valt in te zien dat de benoeming van een of meer deskundige(n) ter voorlichting omtrent de waarde van de aandelen enig – redelijk – doel zou kunnen dienen.<sup>35</sup>

Aan Hoffmann senior (vader) kwamen slechts aandelen toe waarvan gold dat het dividend daarop ten hoogste het percentage over de nominale waarde van die aandelen dat gelijk is aan de in enig jaar geldende wettelijke rente mag bedragen.<sup>36</sup> Wel waren aan deze aandelen bijzondere zeggenschapsrechten verbonden. De structuur was, beknopt weergegeven, zo ingericht dat senior/vader de zeggenschap had en junior/zoon het economisch belang.

Dat de Hoge Raad de “Hoffmann-regel” heeft gewezen (i.e. de rechter kan de benoeming van deskundigen achterwege laten, indien de blokkeringsregeling een zodanige maatstaf voor de bepaling van de waarde van de aandelen kent, dat aan de hand daarvan de prijs door de rechter zonder meer kan worden vastgesteld; thans opgenomen in art. 2:339 lid 3 BW (nieuw)), is dus in sterke en zelfs doorslaggevende mate gebaseerd op het feit dat de impliciete prijsbepalingsregel uit de blokkeringsregeling de nominale waarde voorschreef. In die situatie is de waardering immers dusdanig eenvoudig, dat de rechter dit getal op grond van de statuten zelf kan

---

34 R.o. 4.12, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 april 2003, *JOR* 2003/144, m.nt. Bulten.

35 Vgl. Conclusie A-G, 4.16, HR 21 januari 2005, *NJ* 2005/126 (Hoffmann Beheer).

36 R.o. 2.5, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 april 2003, *JOR* 2003/144, m.nt. Bulten.

vaststellen. Met waardering heeft dit weinig van doen. Art. 2:339 lid 3 BW (nieuw) is ruimer, althans ziet niet slechts op situaties waar de nominale waarde is voorgeschreven. Denkbaar is dat een formule is opgenomen waaruit de prijs ook eenvoudig kan worden afgeleid, althans op grond van de verstrekte gegevens valt te verifiëren.

Ter nadere toelichting het volgende. In de motivering verwijst de Hoge Raad mede naar art. 2:339 lid 3 BW (oud).<sup>37</sup> Dit artikel luidde als volgt:

“De deskundigen stellen hun bericht op met inachtneming van hetgeen omtrent de vaststelling van de waarde van de aandelen in de blokkeringsregeling is bepaald. De artikelen 351 en 352 zijn van overeenkomstige toepassing.”

De minister lichtte art. 2:339 lid 3 BW (oud) als volgt toe:

“In artikel 339, derde lid, van het wetsvoorstel is bepaald dat de deskundigen hun bericht vaststellen met inachtneming van hetgeen omtrent de vaststelling van de waarde van de aandelen in de blokkeringsregeling is bepaald. Hierdoor zal de prijs bij vrijwillige verkoop op dezelfde wijze worden bepaald als bij gedwongen verkoop op grond van de geschillenregeling.”<sup>38</sup>

Art. 2:339 leden 1 en 3 BW strekken te waarborgen dat de aandeelhouder die tot overdracht van zijn belang wordt gedwongen (de uitstotingsprocedure), een prijs ontvangt die zo veel mogelijk overeenstemt met die welke hij bij vrijwillige vervreemding van de aandelen zou kunnen bedingen. Oftewel, de prijs bij gedwongen verkoop (op grond van de uitstotingsprocedure) moet op dezelfde wijze worden bepaald als bij een vrijwillige verkoop (op grond van de blokkeringsregeling).<sup>39</sup>

<sup>37</sup> R.o. 3.3.2., HR 21 januari 2005, NJ 2005/126 (Hoffmann Beheer).

<sup>38</sup> *Kamerstukken II* 1986/87, 18 905, nr. 6 (MvA), p. 4.

<sup>39</sup> R.o. 3.3.2., HR 21 januari 2005, NJ 2005/126 (Hoffmann Beheer); C.D.J. Bulten, T&C BW, commentaar op art. 2:340 BW (“De rechter bepaalt in zijn eindvonnis de prijs waartegen de aandelen moeten worden overgenomen, al dan niet na deskundigenbericht. Deze dient niet anders te worden vastgesteld dan bij een vrijwillige verkoop.”). Vgl. MvA, *Kamerstukken II* 18905, 6, p. 4; J.M.M. Maeijer, G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, *Asser 2-II\** De naamloze en besloten vennootschap, nr. 717: waardering van aandelen (“De deskundigen bepalen de waarde van de aandelen met inachtneming van hetgeen daaromtrent in de blokkeringsregeling is bepaald. (...) Aansluiting bij prijs vrijwillige overdracht. (...) De gedachte is dat men bij gedwongen overdracht dezelfde prijs dient te verkrijgen als bij vrijwillige vervreemding.”).

A-G Timmerman stelt hierover:

“Men moet – anders gezegd – door het in het leven roepen van een geschilsituatie geen kans op [een] hogere prijs dan de uit de statuten voortvloeiende prijs kunnen afdwingen.”<sup>40</sup>

Uit de rechtspraak van de Ondernemingskamer volgt voorts dat geen rekening moet worden gehouden met kortingen en/of premies bij waardering voor afdeling 1 van titel 8 van Boek 2 BW (Geschillenregeling):

“De Ondernemingskamer overweegt in dit verband nog dat het oordeel waartoe zij hiervoor is gekomen, in overeenstemming is met de rechtspraak inzake overdracht van aandelen ingevolge de artikelen 2:92a en 2:201a BW en ingevolge Afdeling 1 van Titel 8 van Boek 2 BW, van de strekking dat de prijs van de aandelen waarom het telkens gaat dient te worden vastgesteld op pro rata basis en dat *de omstandigheid dat aan een (meerderheids)pakket – feitelijke – zeggenschapsrechten zijn verbonden – derhalve – geen prijsverhogende invloed heeft, net zo min als dat de omstandigheid dat sprake is van een minderheidspakket een depreciërende invloed op de prijs van de aandelen heeft.*”<sup>41</sup> [cursivering SvdB]

Het is bij een uittredende aandeelhouder vaak niet gewenst een korting toe te passen (en zo de achterblijvende kopende medeaandeelhouder(s) voor hun gedrag, dat tot uittreding van de betreffende aandeelhouder heeft geleid, te belonen), mede in aanmerking genomen dat deze korting juist één van de oorzaken van het gedrag van de medeaandeelhouders kan zijn.<sup>42</sup> Deze benadering wordt ook bepleit in Engeland en Duitsland.<sup>43</sup>

---

40 Concl. A-G Timmerman, § 2.9, HR 21 januari 2005, NJ 2005/126 (Hoffmann Beheer).

41 R.o. 4.17, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 april 2003, JOR 2003/144, m.nt. Bulten. Overeenkomstig dit arrest, heeft de rechtbank Roermond in 2011 in een uittredingsprocedure geoordeeld dat bij toepassing van art. 2:339 lid 3 BW de waardebeoordeling van de aandelen met inachtneming van de blokkeringsregeling vergelijkbaar moet zijn aan de waardering van aandelen door deskundigen in het economische verkeer. Zie: r.o. 2.10, Rb Roermond 6 juli 2011, JOR 2011/284 (Ninoju).

42 P.P. de Vries, ‘Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht’, *Ondernemingsrecht* 2012/19.

43 P.P. de Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2010, p. 117-119 en 179-185.

De juridische literatuur schaart zich vrijwel unaniem achter de pro rata parte-waarde benadering.<sup>44</sup> De rechtseconomische gedachte achter de juistheid van de pro rata parte-waarde is dat (potentiële) minderheidsaandeelhouders voldoende beschermd worden tegen het gedrag van een meerderheidsaandeelhouder (en geen additionele correcties dienen plaats te vinden). De belangrijkste regelingen hiervoor zijn de mogelijkheid die elke aandeelhouder heeft om actie te ondernemen tegen een medeaandeelhouder die handelt in strijd met de redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 BW), de mogelijkheden op grond van de aandeelhoudersovereenkomst en de geschillenregeling.<sup>45</sup> In de literatuur wordt echter wel opgemerkt dat het redelijk kan zijn wel een minderheids- of illiquiditeitskorting toe te passen indien het aandelenpakket recentelijk is verworven tegen een koopprijs waarbij een minderheids- of illiquiditeitskorting was ingecalculleerd.<sup>46</sup>

#### *Uitkoopprocedure*

Ook bij de uitkoopprocedure worden geen correcties toegepast op de pro rata parte-waarde.<sup>47</sup>

“Waardebepaling op pro rata parte-basis.

De OK leidt de aan de aandelen toe te kennen waarde naar rato af van de waarde van de met de vennootschap verbonden onderneming; zie OK 25 april 1991, NJ 1991/620 (Steenbezit). (...) Er wordt dus geen rekening gehouden met een waardedrukkende invloed van een minderheidsbelang, bijvoorbeeld vanwege de

44 J. den Boer, ‘Naar een rationeel waarderingstijdstip bij de uitkoop- en de geschillenregeling’, *WPNR* 02/6487, p. 340. Vgl. P.P. de Vries, *Exit right of minority shareholders in a private limited company* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2010, p. 340; C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2011, p. 200.

45 C.D.J. Bulten stelt hierover in haar noot onder Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, JOR 2010/96 (Hooymans) het volgende: “De illiquiditeit van de aandelen doet niet ter zake. Die onverhandelbaarheid is juist één van de redenen voor het bestaan van de wettelijke geschillenregeling, omdat verkoop van aandelen in een vennootschap met een besloten verhouding schier onmogelijk is.”

46 P.P. de Vries, ‘Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht’, *Ondernemingsrecht* 2012/19.

47 Noot J.M.M. Maeijer onder Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 20 juni 1991, ECLI:NL:GHAMS:1991:AD1441, NJ 1991/621. Vgl. Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 april 1991, NJ 1991/620 (Steenbezit); Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 13 april 2000, JOR 2000/168 (FGH); Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 juli 1999, JOR 1999/198 (De Bussy); F. de Kam, ‘Uitkoop van waardering van aandelen’, *De Naamloze Vennootschap*, nr. 72, 3 maart 1994.

omstandigheid dat aan dit belang geen controlerende zeggenschap is verbonden of dat de aandelen incurant zijn; zie OK 15 juli 1999 (r.o. 3.7), JOR 1999/198 (De Bussy); OK 13 april 2000, JOR 2000/168 (FGH). Evenmin wordt rekening gehouden met een waardeverhogende 'nuisance value' van het minderheidsbelang."<sup>48</sup>

#### *Blokkeringsregeling*

Op grond van het bovenstaande gaf ik in 2013 in het tijdschrift *Ondernemingsrecht* weer dat op grond van de genoemde rechtspraak en de parlementaire geschiedenis gedacht kan worden dat voor de blokkeringsregeling ook geen kortingen en premies mogen worden toegepast, simpelweg omdat, zoals de minister aangaf, "(...) de prijs bij vrijwillige verkoop op dezelfde wijze [zal] worden bepaald als bij gedwongen verkoop op grond van de geschillenregeling."<sup>49</sup>

Juist omdat uit de financieel-economische literatuur en de praktijk volgt dat kortingen en premies wel degelijk worden toegepast, betwijfel ik of de geciteerde redenering juist is. Voor de geciteerde zin heeft de minister aangegeven "dat de deskundigen hun bericht vaststellen met inachtneming van hetgeen omtrent de vaststelling van de waarde van de aandelen in de blokkeringsregeling is bepaald."<sup>50</sup> Conform de interpretatie van Timmerman wordt ook in de literatuur uitgelegd dat de wetgever hiermee beoogde dat de prijs bij een gedwongen overdracht niet anders zal worden bepaald dan bij een vrijwillige verkoop. Roest stelt hierover:

"Daarmee is voorkomen dat één van de bij een conflict betrokken aandeelhouders niet meewerkt aan een minnelijke overdracht van de aandelen, omdat hij verwacht dat de op grond van [de geschillenregeling] vast te stellen overdrachtprijs voor hem voordeliger zal zijn dan op grond van [de blokkeringsregeling]."<sup>51</sup>

48 J.M.M. Maeijer, G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Asser 2-II\* *De naamloze en besloten vennootschap*, nr. 687 sub f: Waardebepaling; zie ook: F. de Kam, 'Uitkoop van waardering van aandelen', *De Naamloze Vennootschap*, nr. 72, 3 maart 1994.

49 *Kamerstukken II* 1986/87, 18 905, nr. 6 (MvA), p. 4.

50 *Kamerstukken II* 1986/87, 18 905, nr. 6 (MvA), p. 4. Hiernaast volgt uit *Kamerstukken II* 1984/85, 18 905, nr. 3 (MvT), p. 27 nog het volgende: "Door de van-overeenkomstige-toepassingverklaring van artikel 339, lid 3 dient de waardering van de aandelen te geschieden met inachtneming van de in de statutaire blokkeringsregeling vervatte bepalingen daaromtrent, waarbij de deskundigen moeten uitgaan van de feitelijke situatie op het moment van hun optreden.(...)."

51 J. Roest, *GS Rechtspersonen*, art. 339 Boek 2 BW, aant. 3.



In de Hoffmann-casus laat bovenstaande gedachte zich goed verklaren: aandeelhouder Hoffmann senior mag door zijn betreffende gedrag niet in een gunstigere situatie komen te verkeren ten opzichte van de vrijwillige overdracht. De reden waarom in de Hoffmann-casus dit standpunt zo stellig kon worden ingenomen, was erin gelegen dat de blokkeringsregeling – slechts – de nominale waarde voorschreef. Het was in de Hoffmann-casus op voorhand duidelijk dat de economische waarde hoger zou liggen dan de nominale waarde. Vandaar dat in die casus het standpunt kon worden ingenomen dat een aandeelhouder door het creëren van een geschilssituatie niet in een betere situatie mag komen te verkeren ten opzichte van de waardering bij de vrijwillige overdracht.

De – algemenere – vraag is echter of slechts bedoeld is dat een aandeelhouder geen betere prijs mag bedingen op grond van de geschillenregeling, óf dat mede bedoeld wordt dat bij een blokkeringsregeling te alle tijden op dezelfde wijze gewaardeerd dient te worden als bij een (hypothetische) geschillenregeling (en dus geen correcties mogen worden toegepast op de pro rata parte-waarde).

Met andere woorden: de gedachte is dat geen hogere prijs moet kunnen worden bedongen door het creëren van een geschilssituatie. Maar betekent dit anderzijds ook dat correcties nooit zijn toegestaan in het kader van slechts de blokkeringsregeling?

Hierover bestaat, voor zover ik kan overzien, geen rechtspraak. Deze rechtspraak zou dan moeten zien op rechterlijke toetsing van de inhoud van het voor een blokkeringsregeling opgestelde waarderingsrapport, waarbij met name de vraag over de toepassing van kortingen en premies onderwerp van debat is. In dit verband merk ik over de kwalificatie van het waarderingsrapport kort het volgende op.

Een blokkeringsregeling schrijft niet voor dat de aandeelhouders zich tot de rechter kunnen wenden met het verzoek tot benoeming van deskundigen voor de bepaling van de aandelenwaarde. Art. 2:195 lid 1 BW geeft slechts het volgende weer:

*“(...) De aandeelhouder ontvangt, indien hij dit verlangt, van de mede-aandeelhouders een prijs, gelijk aan de waarde van zijn aandeel of aandelen, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. (...)”* [cursivering SvdB]

Als een rechter een beslissing neemt waaraan geen wettelijke bepaling ten grondslag ligt, dan wordt dit ook een “welwillendheidsbeslissing” genoemd.<sup>52</sup>

De uitkoopprocedure schrijft daarentegen wel de inschakeling van de rechter voor:

“Lid 5: Indien de rechter oordeelt dat de leden 1 en 4 de toewijzing van de vordering niet beletten, kan hij bevelen dat een of drie deskundigen zullen berichten over de waarde van de over te dragen aandelen. (...)”

En ook de geschillenregeling (prijsbepalingsregeling) biedt deze mogelijkheid tot prijsvaststelling door de rechter:

“Artikel 2:343c lid 1 BW: Bestaat tussen een aandeelhouder en een of meer van zijn mede-aandeelhouders of de vennootschap overeenstemming dat de aandeelhouder zijn aandelen zal overdragen tegen gelijktijdige betaling van een nader vast te stellen prijs, dan kunnen zij zich bij gezamenlijk verzoekschrift wenden tot de rechter, bedoeld in artikel 336 lid 3, teneinde de prijs van de aandelen te doen vaststellen (...)”

Art. 2:343c lid 4 BW geeft vervolgens weer dat partijen overeen kunnen komen dat de waardering bindende werking heeft:

“Indien partijen in het verzoekschrift dan wel overeenkomstig lid 1, tweede zin, verklaren dat zij omtrent de prijs van de aandelen een bericht van deskundigen wensen dat tussen hen de werking van een vaststellingsovereenkomst zal hebben, zijn de wettelijke bepalingen betreffende het voorlopig deskundigenbericht voor zover nodig van overeenkomstige toepassing.”

Op grond van het bovenstaande is het de vraag hoe het waarderingsrapport dat wordt opgesteld voor de blokkeringsregeling kwalificeert.

Een bindend advies is een beslissing over een geschil op grond van een gezamenlijke opdracht van partijen. De met de bindend adviseur gesloten overeenkomst is een overeenkomst van opdracht.<sup>53</sup> De vaststelling komt tot stand door de beslissing van de bindend adviseur.<sup>54</sup>

---

52 Zie bijv. HR 28 november 1918, *NJ* 1919/104; HR 6 februari 1941, *NJ* 1941/199; HR 23 april 1942, *NJ* 1942/396; HR 15 juni 1972, *NJ* 1973/218.

53 HR 15 juni 2012, *JOR* 2012, 314.

54 B. Kemp en M.E.C. Lok, ‘De welwillendheidsbeslissing: waar een wil is, is een wet?’, *WPNR* 19 november 2016, nr. 7127; p. 944.

Als uit de statutaire (blokkeringsregeling) volgt dat de waarderingsdeskundige de bevoegdheid heeft de prijs van de aandelen vast te stellen, meen ik dat de waardering kan worden aangemerkt als een bindend advies.<sup>55</sup> Een partij die zich niet kan vinden in het bindend advies of de wijze van totstandkoming daarvan, kan vernietiging van het bindend advies vorderen (art. 7:904 lid 1 BW). De drempel lijkt hier (en naar ik meen terecht) hoog te liggen.<sup>56</sup> Niet elke onjuistheid in het bindend advies moet kunnen leiden tot vernietiging.<sup>57</sup> Dit kan een reden zijn waarom er geen rechtspraak is over de vraag of correcties al dan niet zijn toegestaan bij (slechts) de blokkeringsregeling.

Een andere reden kan zijn dat de aandeelhouders eerst toenadering zoeken om in goed onderling overleg een prijs te bepalen (waarbij een al dan niet *binding offer* van een derde partij richting kan geven), voordat een lange en kostbare juridische route wordt gekozen.<sup>58</sup> Daarnaast geldt vaak dat de aandeelhouder die het voornemen heeft om vrijwillig te verkopen aan de bal is. Als een korting wordt toegepast die volgens de aanbiedende aandeelhouder geen recht doet aan zijn positie zal, nadat de prijs is vastgesteld, vaak nog (namelijk als dit is opgenomen in de statuten) de mogelijkheid

55 Vgl. Rb Gelderland zp. Arnhem 14 februari 2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:2894; S. Nijhuis en P.P. de Vries, 'De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen', *WPNR* 2014/7031, p. 826; Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/291, nr. 291 ("De waardebepaling door deskundigen geschiedt bij wege van bindend advies, dat voor rechterlijke toetsing vatbaar is. De aandeelhouder zal niet aan het oordeel van deskundigen kunnen worden gehouden, indien geen redelijk oordelende deskundige tot de waardevaststelling had kunnen komen.").

56 P.E. Emste, 'Bindend advies in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2010/5, § 4.2; S. Nijhuis en P.P. de Vries, 'De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen', *WPNR* 2014/7031, § 9; vgl. Rb Gelderland (Arnhem) 14 februari 2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:2894. Nijhuis en De Vries lichten voorts het volgende toe: "Aangezien vernietiging slechts mogelijk is in het geval dat gebondenheid aan het bindend advies naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn wegens de inhoud of totstandkoming van het bindend advies, zal een dergelijke vordering niet snel gehonoreerd worden. Gebondenheid aan het bindend advies is de regel, vernietiging vindt slechts plaats in uitzonderingssituaties (Rb Rotterdam 6 februari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ2691)." Zie voorts: Rb Zwolle-Lelystad 1 april 2009, ECLI:NL:RBZLY:2009:BL9775; Rb Amsterdam 8 april 2009, ECLI:NL:RBAMS:2009:BI1399.

57 HR 18 juni 1993, *NJ* 1993/615; HR 24 maart 1994, *NJ* 1995/23; HR 27 september 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE4360.

58 S. Nijhuis en P.P. de Vries, 'De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen', *WPNR* 2014/7031, p. 821.

bestaan om zijn aanbod in te trekken en aandeelhouder te blijven.<sup>59</sup> Dit is overigens niet zo als partijen (bindend)<sup>60</sup> gebruik maken van de met de Flex-BV ingevoerde de prijsbepalingsprocedure (art. 2:343c BW).<sup>61</sup>

Overeenkomstig de financieel-economische literatuur over de toepassing van correcties bij bepaalde aandeelhouderspakketten,<sup>62</sup> meen ik dat (bij minderheidsaandeelhouders) kortingen bij een blokkeringsregeling kunnen worden toegepast – en control premiums bij meerderheidspakketten. Het antwoord op de vraag of het redelijk is dat een korting of premie wordt toegepast, is in doorslaggevende mate afhankelijk van de betreffende situatie en hangt in de eerste plaats af van het over te dragen aandelenbelang. Ik licht dat als volgt toe.

Stel dat de ondernemingswaarde 100 bedraagt en dat er twee aandeelhouders zijn: aandeelhouder A met 60% van de aandelen (gelijk aan een waarde van 60 zonder control premium) en aandeelhouder B met 40% van de aandelen (gelijk aan een waarde van 40 zonder minderheidskorting). In de situatie dat de aandelen van A moeten worden gewaardeerd, leidt het toepassen van een control premium van, bijvoorbeeld 10%, tot een waarde van de aandelen A van 66. Als de aandelen van B moeten worden gewaardeerd, leidt het toepassen van een minderheidskorting van, bijvoorbeeld 10%, tot een waarde van de aandelen B van 36.

---

59 Vgl. art. 2:195 lid 5 BW (oud): "(...) De aanbieder blijft bevoegd zijn aanbod in te trekken, mits dit geschiedt binnen een maand nadat hem bekend is aan welke gegadigden hij al de aandelen waarop het aanbod betrekking heeft kan verkopen en tegen welke prijs. (...)" Deze bepaling is nog geldend recht voor de naamloze vennootschap: art. 2:87 lid 3 BW.

60 Op grond van art. 2:343c lid 4 BW kunnen partijen verklaren dat zij omtrent de prijs van de aandelen een bericht van deskundigen wensen dat tussen hen de werking van een vaststellingsovereenkomst zal hebben.

61 Dit betreft een verzoekschriftprocedure waardoor partijen, die het eens zijn dat één van de aandeelhouders zijn aandelen over gaat dragen aan een of meer van zijn medeaandeelhouders maar het niet eens worden over de prijs, zich tot de rechter kunnen wenden om de prijs van de aandelen vast te stellen. De rechter kan op verzoek van partijen de te benoemen deskundige vragen rekening te houden met een bepaalde waarderingsmaatstaf, de beoogde waarderingsdatum en eventuele overige omstandigheden (art. 2:343c lid 2 BW).

62 Zie voetnoten 197 t/m 199.

Als de vrijwillige overdracht niet doorgaat en partijen via de geschillenregeling uit elkaar wensen te gaan, dan geldt op grond van de weergegeven rechtspraak dat in een geschillenregeling de prijs zonder kortingen wordt gehanteerd. Dit zijn voor de aandelen A en B respectievelijk de waarden 60 en 40. Het “in het leven roepen van een geschilsituatie” leidt voor aandeelhouder A dus tot een wijziging van de verkoopprijs van 66 (vrijwillige overdracht) naar 60 (gedwongen overdracht). Voor aandeelhouder B leidt een geschilsituatie tot een wijziging van de verkoopprijs van 36 (vrijwillig) naar 40 (gedwongen).

Het vaststellen van de prijs bij vrijwillige verkoop (66 en 36) op dezelfde wijze als bij gedwongen verkoop (60 en 40) leidt daarmee tot tegenovergestelde effecten. Voor meerderheidsaandeelhouder leidt de gedwongen overdracht tot een lagere prijs en voor de minderheidsaandeelhouder leidt de gedwongen overdracht tot een hogere prijs. De stelling dat de prijs bij vrijwillige verkoop altijd op dezelfde wijze moet worden bepaald als bij gedwongen verkoop op grond van de geschillenregeling, is naar mijn mening dan ook te zwart wit.

Ervan uitgaande dat de aandeelhouder A of B respectievelijk de aandelen van B of A koopt, leidt de meerderheidspremie of minderheidskorting ook altijd tot een ongunstigere situatie voor één van hen. Bijvoorbeeld, het achterwege laten van een minderheidskorting leidt tot een hogere transactieprijs, hetgeen voor de verkopende partij gunstig is. De toepassing van een korting heeft het tegenovergestelde effect, dat is gunstig voor de kopende partij.

Op dit moment is het uitgangspunt dat geen meerderheidspremie of minderheidskorting wordt toegepast bij de geschillenregeling of uitkoopprocedure. In het voorbeeld is de prijs van de aandelenpakketten A en B bij een eventuele geschillenregeling respectievelijk 60 en 40. Als A zijn aandelen vrijwillig aanbiedt voor 66, B dit aanbod weigert, maar B vervolgens op goede gronden een uitstotingsprocedure initieert, dan acht ik het niet redelijk dat B in de uitstotingsprocedure slechts 60 dient te betalen. Andersom geldt (op grond van dezelfde gedachte dat een aandeelhouder door het in het leven roepen van een geschilsituatie niet in een betere positie mag komen te verkeren) dat B, terwijl B weet dat A best wenst te kopen, niet in een door hem geïnitieerde uittredingsprocedure mag uittreden op grond van een prijs zonder minderheidskorting. Dan realiseert B immers een hogere prijs door het creëren van een geschilsituatie.

Op grond van bovenstaande voorbeelden meen ik dat de gedachte dat bij de geschillenregeling te allen tijde hetzelfde moet worden gewaardeerd als bij een blokkeringsregeling moet worden genuanceerd en dat in beginsel de omstandigheden van het geval – waaronder het betreffende aandelenbelang wordt overgedragen – doorslaggevend zijn. Als uit de feiten blijkt dat een aandeelhouder zich zodanig gedraagt dat één of meer mede-aandeelhouders in hun rechten of belangen worden geschaad, dan acht ik het – ongeacht de vraag of het een minderheids- of meerderheidspakket betreft – ongewenst dat de veroorzakende aandeelhouder er in het kader van een geschillenregeling financieel op vooruit gaat.

Voor de volledigheid merk ik nog op dat het bovenstaande niet ziet op de vraag of geen enkele 'korting'<sup>63</sup> bij een waardering een rol kan spelen. Immers, de berekening van de pro rata parte-waarde is slechts relevant bij de waardering van een bepaald percentage van het gehele aandelenkapitaal. Het kan echter zo zijn dat een illiquiditeitskorting of een kleinschaligheidspremie voor de totale onderneming wordt gehanteerd.

Zoals weergegeven in hoofdstuk 3, bestaat de disconteringsvoet van een onderneming uit een gewogen gemiddelde van de vergoeding die vreemd en eigen vermogenverschaffers verlangen.<sup>64</sup> De vermogenskosten van het eigen vermogen bestaan (volgens een bepaald economisch model, het *capital asset pricing model*) uit een aantal componenten: de risico vrije rente (hiervoor wordt vaak uitgegaan van de rente van langlopende staatsobligaties), een (systematische) risicopremie op basis van de gehele markt (marktrisico premie) vermenigvuldigd met een Bèta,<sup>65</sup> en een niet-systematisch of ondernemingsrisico. Deze laatste factor kan bestaan uit een kleinschaligheidspremie (aan de kasstromen van kleinere ondernemingen wordt

63 Korting wordt hier tussen aanhalingstekens geplaatst aangezien de korting vaak bestaat uit een premie op en dus verhoging van de vermogenskostenvoet (de WACC).

64  $WACC = (K_e * (\text{eigen vermogen} / \text{totale vermogen})) + ((1 - \text{belastingtarief}) * K_d (\text{vreemd vermogen} / \text{totale vermogen}))$ .

65 De Bèta is de maatstaf die het marktrisico – een factor die de volatiliteit van de kasstromen ten opzichte van de gehele markt – tot uitdrukking brengt. Als de bèta gelijk is aan 1 dan betekent dit dat de volatiliteit van de onderneming gelijk is aan de volatiliteit van de markt als geheel. Zie bijv. R.A. Brealey e.a., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill 2011, 10e druk, Ch. 7 (*Introduction to risk and return*).

een groter risico gehecht),<sup>66</sup> of een *company specific premium*,<sup>67</sup> bijvoorbeeld vanwege risico's gerelateerd aan de markt, branche of bedrijfsgrootte. Deze laatste premie wordt ook een premie voor het ondernemingsrisico genoemd.<sup>68</sup>

Het deskundigenbericht dat ten grondslag lag aan het vonnis van 28 december 2016 van de rechtbank Amsterdam toont de toepassing van premies op de vermogenskostenvoet. In het vonnis wordt namelijk toegelicht dat de vermogenskostenvoet is samengesteld uit de volgende, in het deskundigenbericht, nader toegelichte componenten:

- Risicovrij rendement: 3%;
- Marktrisicopremie: 5%;
- Illiquiditeitspremie: 2%; en
- *Small firm premium*/firm specific premium: 10%.

Dit resulteerde in een vermogenskostenvoet van 20%. Het deskundigenbericht is naar het oordeel van de rechtbank op zorgvuldige wijze tot stand gekomen.<sup>69</sup>

Een van de betrokken partijen had bezwaar tegen de hoogte van deze vermogenskostenvoet en het feit dat een illiquiditeitspremie verdisconterd was. Hierbij verwees de betreffende partij naar het Hooymans-arrest van de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam (van 16 februari 2010). De betreffende partij stelde (ten onrechte) dat een illiquiditeitspremie op de vermogenskostenvoet hetzelfde rekenkundige effect heeft als een korting over de pro rata parte waarde van aandelen. De rechtbank overwoog als volgt:

“Zoals de deskundige echter terecht naar voren brengt, heeft de Ondernemingskamer zich in die zaak niet uitgesproken tegen het verdisconteren van een Illiquiditeitspremie in de vermogenskosten, zoals volgens de deskundige alleszins gebruikelijk is bij de waardering van aandelen in ondernemingen met een beperkte handelbaarheid (dus met name niet-beursgenoteerde aandelen), maar slechts tegen het hanteren van een additionele korting op de uiteindelijk vastgestelde waarde van het betrokken aandelenpakket omdat sprake is van een minderheidsbelang dat gering handelbaar (illiquide) is.”<sup>70</sup>

66 Zie: Gerechtshof Amsterdam 4 december 2012, ARO 2013/17.

67 A. Damodaran, 'Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice', *Journal of Applied Corporate Finance* 19, p. 72-77.

68 Zie bijv. Gerechtshof 's-Gravenhage 8 augustus 2017, ECLI:NL:GHDHA:2017:2282.

69 R.o. 2.5, Rb Amsterdam 28 december 2016, JOR 2017/124.

70 R.o. 2.15, Rb Amsterdam 28 december 2016, JOR 2017/124.

In de Hooymans-casus hanteerde de deskundige een disconteringsvoet van 13% voor de waardering in het kader van een uitredingsprocedure. Het hof achtte de waardering adequaat en voldoende gemotiveerd en op zich alleszins aanvaardbaar, terwijl geïntimeerden hadden betoogd dat onvoldoende rekening is gehouden met de illiquiditeit van de betreffende aandelen en dat een premie van 2 tot 12% moest worden gehanteerd (hetgeen zou hebben geresulteerd in een vermogenskostenvoet van 18,8%). Hier ging het hof dus niet in mee.<sup>71</sup>

Uitkomsten: kortingen (*discounts*)

Wat betreft de toe te passen kortingen heb ik onderscheid gemaakt tussen het type korting (een minderheids- of illiquiditeitskorting) en de omvang van het aandelenpakket (50% vs. 25%). Het gebrek aan zeggenschap leidt volgens 52% van de deskundigen wél tot een minderheidskorting voor een aandelenbelang van 25%. Over een korting in verband met de incurantheid van het aandelenpakket in een besloten vennootschap, of het nu gaat om een 25%- of een 50%-aandelenpakket, stelt het overgrote deel van de deskundigen dat een korting niet op haar plaats is. Als kortingen worden verwerkt dan moet dit volgens 80% van de deskundigen plaatsvinden door de uitkomst van de waardering vóór de toepassing van de korting te corrigeren. De in de financieel-economische literatuur genoemde mogelijkheden van het aanpassen van de geprojecteerde cash flow of het aanpassen van de *discount rate* (door toepassing van een additionele premie), worden door de deskundigen nauwelijks gehanteerd.

#### 4.3.5 Waarderingsproces

Een ander dilemma is meer kwalitatief van aard en ziet op de goede procesorde van een waarderingsopdracht voor de blokkeringsregeling. Dit dilemma ziet zowel op de vraag wie de opdrachtgever is (de vennootschap en/of de aandeelhouders) als de vraag wie de waarderingsdeskundige van informatie voorziet. In de interviews werd door de deskundigen verwezen naar de 'Leidraad deskundigen in civiele zaken' van de rechterlijke macht.<sup>72</sup> Hoewel de uitgangspositie in het onderzoek daarvan afweek

---

71 R.o. 3.11, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, *JOR* 2010/96 (Hooymans).

72 De 'Leidraad deskundigenbericht in civiele zaken' is te raadplegen via [www.rechtspraak.nl/procedures](http://www.rechtspraak.nl/procedures) (Uw situatie > Deskundige > Rechten en plichten > *Leidraad deskundigen in civiele zaken*, p. 8).



(het ging in dit onderzoek niet om een benoeming door de rechtbank), speelt het beginsel van 'hoor en wederhoor' ook bij een waarderingsopdracht voor de blokkeringsregeling een rol. Teneinde aan het criterium van hoor en wederhoor te voldoen is transparantie noodzakelijk en moet partijen de mogelijkheid worden geboden commentaar te geven op elkaars input. Bij het opstellen van de enquête kwam als (kwalitatief) dilemma naar voren dat uit het bovenstaande niet volgt op welk moment partijen moeten worden betrokken bij het leveren van commentaar op het waarderingsmodel en/of de waarderingsexercitie in het algemeen. Ook is met genoemde aanwijzing in de leidraad nog niet vast komen te staan op welke manier moet worden omgegaan met de aanlevering van informatie.

*Uitkomsten: waarderingsproces*

Bijna alle waarderingsdeskundigen (95%) gaan de overeenkomst van opdracht aan met de aandeelhouders (43%) of met de aandeelhouders en de vennootschap gezamenlijk (52%). Daarnaast baseert 90% van de respondenten zich bij de waardering voor de blokkeringsregeling op informatie van zowel de vennootschap als de aandeelhouders. Er bestaat daarentegen een groot verschil waar het gaat om toepassing van 'hoor en wederhoor'. Op de vraag wanneer hoor en wederhoor werd toegepast waren de volgende antwoorden mogelijk waarbij tussen haken staat weergegeven hoeveel procent van de deskundigen het desbetreffende antwoord koos: (a) ik stel partijen in staat om te reageren op alle informatie die door de wederpartij is aangeleverd (35%); (b) op het moment dat ik deelanalyses heb uitgevoerd (bijvoorbeeld de analyse van historische resultaten, prognoses, disconteringsvoet) (13%); (c) pas op het moment dat ik een indicatieve waarderingsrange heb vastgesteld, stel ik partijen in de gelegenheid daarop te reageren (9%); (d) bij het opstellen van het conceptrapport (26%); en (e) anders (17%), bijvoorbeeld:

"Gedurende het hele proces. Om het werkbaar te houden partijen niet op elkaar laten reageren. Cashflowverwachting is een belangrijke factor die in het hoor en wederhoor zeker tot uiting komt. Het conceptrapport leg ik ook aan beide partijen voor commentaar."

Kortom, het overgrote deel van de respondenten (74%) wacht niet met het toepassen van hoor en wederhoor tot het uitbrengen van het conceptrapport en 35% van de respondenten stelt partijen zelfs in staat om te reageren op alle uitgewisselde informatie.

Net zoals bij bijvoorbeeld een onderzoeksrapport in het kader van een enquêteprocedure,<sup>73</sup> is de wijze van totstandkoming van het waarderingsrapport een belangrijk element. Het kan zo zijn dat de deskundige informatie vraagt aan de ene partij, terwijl de ander daar niet van op de hoogte is. Dit hoeft niet perse het beginsel van 'hoor en wederhoor' te schaden en het altijd in staat stellen van partijen om te reageren op alle uitgewisselde informatie lijkt mij weinig efficiënt. Als het management bijvoorbeeld geïnterviewd is over de business case en de daarop te baseren kasstromen, zullen hun verklaringen, zoals die worden vastgelegd in een interview rapport, ter goedkeuring/aftekening aan de betreffende bestuurders of managers worden voorgelegd. Hetzelfde zal worden gedaan met de inschattingen van de betrokken aandeelhouders. Op grond van al deze inzichten zal een deskundige vervolgens tot een waardering komen. Uiteraard dient het concept met alle betrokkenen te worden gedeeld, zodat zij in de gelegenheid kunnen worden gebracht om hun commentaar op het concept te formuleren, maar ten aanzien van de verschillende visies is het mijns inziens niet noodzakelijk direct hoor en wederhoor te laten plaatsvinden. Als de waarderingsdeskundige, na ontvangst van de visie van bijvoorbeeld een bestuurder, inschat dat ook de input van de aandeelhouder nodig is, dan kan hij vervolgens overgaan tot het opvragen daarvan.

De precieze wijze van de totstandkoming van het rapport en de manier waarop de betrokken partijen daarin een rol spelen, zal denk ik voornamelijk afhangen van de betreffende opdracht en de omstandigheden van het geval. Het is dan ook noodzakelijk dat de procedure van totstandkoming van het waarderingsrapport door de deskundige van te voren met de relevante partijen wordt afgestemd, zodat over het proces geen misverstanden bestaan.

#### 4.3.6 Prijsvaststelling

Tot slot is gebleken (zie paragraaf 13.1.1) dat het voor de waarderingsdeskundigen een dilemma is om op grond van hun waarderingsmodel (hetgeen resulteert in een waarderingsrange van verschillende waarden) tot de prijsvaststelling komen.

---

73 Zie hiervoor: R.M. Hermans, *Het onderzoek in de enquêteprocedure*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, Onderdeel van Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen, Deel 145.

*Uitkomsten: prijsvaststelling*

Ook voor de prijsvaststelling bestaat onder de waarderingsdeskundigen aanzienlijke verdeeldheid: 25% van de waarderingsdeskundigen kiest simpelweg voor het midden van de berekende waarderingsrange, 35% past een bepaald gewogen gemiddelde toe op grond van de methoden en scenario's die zijn toegepast en 40% stelt de prijs vast op grond van een andere methode.

Door 25% van de deskundigen wordt dus willekeurig het midden van de bandbreedte gekozen. Dit acht ik arbitrair en onjuist. Ik denk dat waarderingsdeskundigen onderbouwd moeten aangeven aan welke methode (en uitkomst) zij in het betreffende geval de meeste waarde hechten. In aanvulling daarop kunnen zij weergeven welke methode zij als correctie of controlemiddel hebben gehanteerd. De methoden waaraan zij (onderbouwd) minder belang hechten, kunnen namelijk wel dienen om hun (onderbouwde) oordeel te staven.

Hiernaast vind ik het opmerkelijk dat, ondanks dat de blokkeringsregeling voorschrijft dat de deskundigen de prijs (gelijk aan de waarde) dienen vast te stellen, veel deskundigen het nalaten de *prijsvaststelling* uit te voeren. In plaats daarvan presenteren de deskundigen een waarderingsrange en laten de prijsvaststelling vervolgens over aan de opdrachtgevers zelf, zo luidde veelal de toelichting op deze vraag. Dit acht ik niet conform de wet en ik vind dan ook dat waarderingsdeskundigen stelling moeten nemen ten aanzien van de prijs. Als zij daarvoor bepaalde veronderstellingen moeten maken of het rapport anderszins moeten onderbouwen dan is daar naar mijn idee ook ruimte voor. In elk geval dient te worden voorkomen dat partijen, nadat zij een deskundige de opdracht hebben gegeven om een antwoord te formuleren op een vraag waar zij zelf niet uitkomen, alsnog met elkaar in discussie moeten over de betekenis en de uitkomst van het waarderingsrapport. Voor advocaten is een belangrijke rol weggelegd bij de ondersteuning voor het opstellen van de opdrachtbrief.

*Prijsbepalingsregels*

Voor de prijsbepalingsregels geldt dat 88% van de waarderingsdeskundigen stelt dat prijsbepalingsregels bepaalde voordelen hebben, namelijk (a) efficiency (met betrekking tot tijd en kosten) (32%); (b) transparantie (16%); (c) preventie van discussies tussen verschillende aandeelhouders over de waardering en de aangeleverde informatie (36%); en (d) zekerheid over de

waarderingsuitkomst (4%). Ook wordt vermeld dat een prijsbepalingsregel nadelen kent, te weten (a) de uitkomst van de prijsbepalingsformule zal veelal afwijken van de waarde van het aandelenpakket (20%); (b) de prijsbepalingsformule laat altijd ruimte voor discussie (12%); (c) er doen zich altijd omstandigheden voor die niet worden meegewogen in de berekening (52%); en (d) anders (16%). Als toelichting op deze laatste categorie gaf 1 deskundige bijvoorbeeld weer:

“Risico dat er weer zo iets wordt geformuleerd als ‘2x intrinsieke waarde + 3x rentabiliteitswaarde -/- 6x EBIT’.”

Tot slot is gevraagd naar de toepasbaarheid van prijsbepalingsregels, namelijk of de aandeelhouders de prijsbepalingsregel zelfstandig kunnen toepassen of dat de prijsvaststelling alsnog door een waarderingsdeskundige dient te worden uitgevoerd. Bijna twee derde van de deskundigen stelt dat voor de prijsvaststelling altijd een deskundige moet worden ingeschakeld.<sup>74</sup> Als kanttekening geldt hierbij uiteraard dat waarderingsdeskundigen *biased* zijn ten aanzien van deze vraag. Zij hebben immers direct belang bij de uitkomst van deze vraag.

Ik denk dat per situatie moet worden beoordeeld of het praktisch en kostenefficiënt kan zijn om een prijsbepalingsregel in een aandeelhoudersovereenkomst of statuten op te nemen. Als daarover direct twijfel bestaat, lijkt het mij meer opportuun om de bepaling te (blijven) hanteren om bij eventuele verkoop een deskundige te laten beoordelen wat de waarde van de aandelen is. Het opnemen van een prijsbepalingsregeling kan de situatie onnodig complex maken (of vanwege advieskosten: onnodig duur), of de transactie vertragen. Als partijen echter wel wensen over te gaan tot het opnemen van een prijsbepalingsregeling dan ben ik het met de waarderingsdeskundigen eens dat voor de formulering daarvan (ook) hun advies moet worden gevraagd. Het zijn immers de deskundigen die de betreffende regel in de toekomst moeten interpreteren en toepassen.

---

74 Waarbij ook als toelichting werd gegeven dat dit afhankelijk is van de complexiteit en/of subjectiviteit van de uitleg van de formule (bijvoorbeeld of al dan niet bepaalde normalisaties moeten worden berekend met betrekking tot de kas en/of werkkapitaalpositie).

#### 4.4 Conclusie en aanbevelingen voor nader onderzoek

Door in plaats van een blokkeringsregeling een statutaire prijsbepalingsregel mogelijk te maken, wenste de wetgever tegemoet te komen aan de kritiek op de “starre” blokkeringsregeling. In de kern bestond de kritiek op de voormalige blokkeringsregeling (en de benoeming van een deskundige) eruit dat het handhaven van het criterium dat een aandeelhouder steeds een door een onafhankelijke deskundige vastgestelde prijs moet kunnen verlangen, een onnodige belemmering is als tegemoet moet worden gekomen aan de in de praktijk bestaande behoefte om flexibele afspraken te maken over een prijsbepaling. Die flexibiliteit is er met de Flex-BV gekomen: ook statutaire prijsbepalingsregels zijn nu mogelijk. De waarderingsdeskundigen stellen echter dat de omstandigheden waarin de waardering dient plaats te vinden, onvoldoende kunnen worden gereguleerd in een statutaire (maar ook contractuele) prijsbepalingsregel.

Als partijen een statutaire (of contractuele) prijsbepalingsregel wensen op te nemen, wordt met het oog op de in dit hoofdstuk weergegeven waarderingsdilemma's aangeraden een waarderingsdeskundige bij het proces te betrekken. Keerzijde echter is dat bij bepaalde dilemma's weinig consensus bestaat tussen de waarderingsdeskundigen. De keuze voor een bepaalde adviseur kan de uitkomst dus sterk beïnvloeden.<sup>75</sup>

Gebleken is dat de waardering volgens de blokkeringsregeling leidt tot waarderingsdilemma's waar deskundigen verschillend mee omgaan, hetgeen kan leiden tot rechtsonzekerheid. De volgende waarderingsdilemma's zijn gesignaleerd: (i) de te hanteren waardemaatstaf; (ii) de te hanteren waarderingsmethode; (iii) de eventuele toepassing van discounts; (iv) het waarderingsproces; en (v) de uiteindelijke prijsvaststelling.

In dit hoofdstuk is per waarderingsdilemma een theoretische achtergrond gegeven, waarna de uitkomsten van het empirische onderzoek zijn besproken. Over een aantal waarderingsdilemma's lijkt onder de waarderingsdeskundigen wél consensus over de benadering te bestaan, namelijk bij de waardemaatstaf en de waarderingsmethode. Onderwerpen waarover géén

<sup>75</sup> Nader onderzoek kan worden verricht naar de vraag of waarderingsdeskundigen met een verschillende achtergrond (bijvoorbeeld een RV, *Register Accountant* of *corporate finance* adviseur) op een andere wijze omgaan met waarderingsdilemma's.

consensus bestaat zijn de rol van een bieding van een derde, het proces van hoor en wederhoor, de prijsvaststelling en de voor- en nadelen van een prijsbepalingsregeling en de vraag of een korting, en zo ja hoe hoog, voor gebrek aan zeggenschap bij minderheidsbelang moet worden toegepast.

Zelfs indien aandeelhouders een prijsbepalingsregel overeen zijn gekomen, moet volgens de meerderheid van de deskundigen voor de toepassing van die prijsbepalingsregel een waarderingsdeskundige worden ingeschakeld. Een prijsbepalingsregel voorkomt volgens hen dus niet dat een waarderingsdeskundige wordt ingeschakeld. Door bij het opstellen van de prijsbepalingsregel al deskundigen te raadplegen, kan voor bepaalde waarderingsdilemma's op voorhand een knoop worden doorgehakt. Hiermee wordt de kans op debat over de prijsbepalingsregel verkleind. De toepassing (en uitleg) komt immers vaak pas vele jaren later aan de orde (en dan kan de *market practice* van waarderingsdeskundigen ook gewijzigd zijn). Zo wordt voorkomen dat waarderingsinstructies worden opgesteld waarvan de uitvoering voor de waarderingsdeskundigen voor nog meer dilemma's zorgt. Hierbij geldt echter dat de deskundigen *biased* kunnen zijn omdat zij belang hebben bij de uitkomst van de vraag wanneer/of zij moeten worden ingeschakeld.

In 2014 publiceerden J. van Borssum Waalkes en E. van der Schans een artikel waarin zij stelden dat de Flex-BV geen einde heeft gemaakt aan de waarderingsproblematiek, omdat de Flex-BV vooral de prijsbepaling op basis van contractuele en statutaire prijsbepalingsregels faciliteerde – en dus niet de wettelijke bepalingen zoals opgenomen in Boek 2 BW.<sup>76</sup> Als voorbeeld noemden zij naast de blokkeringsregeling onder andere de geschillenregeling en de uitkoopprocedure. Terecht signaleerden zij dat het gebrek aan een wettelijk kader voor de prijsbepaling in het geval dat geen contractuele en/of statutaire prijsbepalingsregels van toepassing zijn, ook na de invoering van de Flex-BV onveranderd van kracht is gebleven.

Van Borssum Waalkes en Van der Schans gaven weer dat prijsbepalingsproblematiek voornamelijk werd ingegeven door de ruime opdrachtformulering aan deskundigen en de uiteenlopende uitvoering van de opdracht

---

76 J. van Borssum Waalkes, E. van der Schans, 'Prijs- en waardebeoordeling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures', *O&F* 2014/2.

door deskundigen. Volgens voornoemde auteurs zou de prijsbepalingsproblematiek kunnen worden gemitigeerd *“door de vrijheid voor rechters en gerechtelijk deskundigen om te waarderen – bij gebreke van contractuele en/of statutaire regels – te beperken teneinde de aandelenwaardering (en prijsbepaling aan de hand daarvan) zo veel als mogelijk vooraf af te bakenen.”*<sup>77</sup> Mede vanwege het subjectieve karakter van het begrip *“waarde in het economische verkeer”*, de door de Ondernemingskamer gehanteerde waardemaatstaf, stelden zij in plaats van deze maatstaf voor de waardering door rechter en deskundige(n) op basis van de stand alone waarde te laten plaatsvinden.

Deze waardemaatstaf bevat minder subjectieve elementen dan de waarde in het economisch verkeer (of de fair market value). Stand alone value houdt in dat de activiteiten van de onderneming worden gecontinueerd en waarbij de waarde wordt berekend op basis van de verwachte ontwikkelingen en kasstromen van de onderneming als zelfstandige organisatie.<sup>78</sup> Bij een transactie is de value in use voor de koper opgebouwd uit de stand alone value vermeerderd met de waarde die de betreffende koper met de onderneming denkt te kunnen realiseren. Deze waardevermeerdering kan bijvoorbeeld gelegen zijn in het benutten van groeimogelijkheden, het verbeteren van de operationele activiteiten van de onderneming, het gebruik maken van de schaalgrootte en/of het door een overname te creëren competitief voordeel.<sup>79</sup>

Daarnaast stelden zij voor dat een wettelijke verplichting moet worden geïntroduceerd *“om het deskundigenbericht zo veel mogelijk op te stellen met inachtneming van door partijen zelf onderbouwde visies op de (stand alone-)waarde van de aandelen. Daarmee wordt een afbakening van de rechtsstrijd omtrent de waardering (en prijsbepaling aan de hand daarvan) beoogd en het zo veel mogelijk vermijden van een (verdere) battle of the experts.”*<sup>80</sup>

77 J. van Borssum Waalkes, E. van der Schans, 'Prijs- en waardebepaling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures', *O&F* 2014/2, p. 72.

78 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 38-39; W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 9, p. 162-163.

79 S. Sudarsanam, *Creating value from merger and acquisitions*, Pearson Education Ltd. 2010, 2<sup>nd</sup> ed., Ch. 14.

80 J. van Borssum Waalkes, E. van der Schans, 'Prijs- en waardebepaling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures', *O&F* 2014/2, p. 72-73.

In hoofdstuk 8 ga ik, in aanvulling op hoofdstuk 3, nader in op de waarderingsproblematiek en onderzoek ik of het mogelijk is een waarderingskader te formuleren voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures. Als schot voor de boeg alvast de volgende opmerking: met het idee van nadere afbakening van de waarderingsopdracht ben ik het, zoals ik in hoofdstuk 8 zal toelichten, graag eens. Ik denk alleen niet dat standaard alleen de stand alone waarde moet worden geschreven. Dit is namelijk slechts een veronderstelling die bij de waardering relevant zou kunnen zijn. Ik geef er de voorkeur aan dat partijen de waarderingsopdracht aan de hand van het in hoofdstuk 8 toe te lichten waarderingskader afbakenen.



## HOOFDSTUK 5

### WAARDERINGSVRAGEN BIJ PRE-INSOLVENTIEAKKOORDEN

(Tijdschrift *Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk* 2014/7;  
*Tijdschrift voor Insolventierecht* 2017/41)

#### 5.1 Onderzoeksvraag

Deelvraag 2 luidt:

“Welke waarderingsvragen spelen een rol bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de toets voor de cram down?”

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In paragraaf 5.2 ga ik in op de waarderingsvragen die bij een financiële herstructurering van belang zijn. Vervolgens beschouw ik in paragraaf 5.3 tot en met 5.6 of, en zo ja, hoe de in paragraaf 5.2 genoemde waarderingsvragen aan bod komen bij achtereenvolgens Chapter 11, de Scheme, het WCO II-voorstel, de Concept Restructuring Directive en het WHOA-voorstel.

#### 5.2 Financiële herstructureringsvragen en waarderingsvragen

De vooruitzichten van een onderneming in financiële moeilijkheden zijn meestal niet rooskleurig. De verwachte toekomstige kasstromen zijn lager dan zonder de betreffende moeilijkheden. Daarnaast is de WACC bij een onderneming in financiële moeilijkheden hoger vanwege de zogenoemde *distress premium*. De distress premium ziet zowel op verhoging van de kosten van eigen als van vreemd vermogen.<sup>1</sup> Afhankelijk van de mate van

---

1 Zie bijv. A. Damodaran, ‘Valuing Distressed and Declining Companies’, *New York University – Stern School of Business*, June 2009, p. 36-37; A. Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., 2006, 2<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 17 (*The cost of distress*); A. Damodaran, *The dark side of valuation*, 2010, 2<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 12 (*Winding Down: Declining Companies*); E.I. Altman, *Bankruptcy, Credit Risk and High Yield Junk Bonds*, Blackwell Publishers Inc., 2002.

distress is de waarde van de onderneming hoger of lager.<sup>2</sup> Om inzicht te krijgen in de ondernemingswaarde na doorvoering van een financiële herstructurering, moet een schatting worden gemaakt van de ondernemingswaarde gebaseerd op een going concern business case (met hogere geprognosticeerde kasstromen dan in de situatie met financiële moeilijkheden) en een genormaliseerde of levensvatbare vermogensstructuur. Bij normalisering van de vermogensstructuur dalen de vermogenskosten, als gevolg van afgenomen onzekerheid en toegenomen vertrouwen.

#### 5.2.1 Schatten van het effect op totale ondernemingswaarde

Om inzicht te krijgen in het effect van de financiële herstructurering op de totale ondernemingswaarde moet een vergelijking worden gemaakt tussen twee waarderingen van ondernemingen in financiële moeilijkheden:

- (1) de ondernemingswaarde in de situatie zonder herstructurering; en
- (2) de ondernemingswaarde in de situatie na implementatie van de financiële herstructurering: de reorganisatiewaarde.

Als blijkt dat de huidige ondernemingswaarde hoger is dan de reorganisatiewaarde, is er geen economische noodzaak tot het doorvoeren van een financiële herstructurering.

Om in een situatie zonder herstructurering de totale ondernemingswaarde te schatten (waarde (1)) maak ik onderscheid tussen de volgende scenario's:

- (i) een (gedeeltelijke) verkoop of break-up waarbij verschillende onderdelen of *business units* going concern worden verkocht en andere onderdelen in de huidige vennootschap worden voortgezet, of
- (ii) een piecemeal verkoop van afzonderlijke activa na beëindiging van de onderneming(en), te weten de liquidatie van de onderneming (geen going concern scenario).<sup>3</sup>

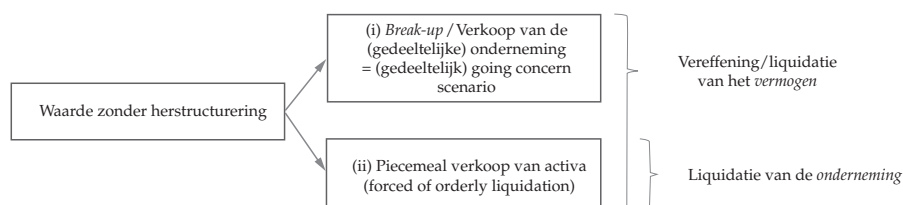
Op grond van de uitkomsten van deze waarderingen kan worden vastgesteld welk scenario de hoogste waarde en (geschatte) opbrengst realiseert.

---

2 Een hogere WACC leidt tot een lagere ondernemingswaarde (de disconteringsvoet is namelijk gestegen) en *vice versa*.

3 In § 3.3 is uiteengezet dat waarderingsdeskundigen onder de liquidatiewaarde slechts de opbrengst bij een piecemeal verkoop verstaan. Juristen achten de liquidatiewaarde daarentegen de hoogste waarde bij vereffening van het (ondernemings)vermogen.

Omdat verondersteld wordt dat een financiële herstructurering slechts wordt doorgevoerd als de verwachte reorganisatiewaarde hoger is dan de huidige waarde – welke huidige lagere waarde wordt veroorzaakt doordat de onderneming in financiële moeilijkheden verkeert<sup>4</sup> – is het scenario van continuïteit van de onderneming stand alone en as is (de continuïteit van de huidige activiteiten met de bestaande vermogensstructuur) minder waarschijnlijk en neem ik het daarom niet op in figuur 3.



Figuur 3 Scenario's voor schatten van de ondernemingswaarde zonder herstructurering

Rechts in figuur 3 wordt met accolades de koppeling gemaakt met figuur 2 uit paragraaf 3.3.1.2: de financieel-economische waarderingsliteratuur definieert de liquidatiewaarde als de waarde bij beëindiging van de ondernemingsactiviteiten. Dat is de te realiseren waarde bij een piecemeal verkoop van activa of ontmanteling van de onderneming.<sup>5</sup> Vanuit juridisch perspectief wordt aan liquidatie vaak een andere betekenis gegeven en gaat het om de vereffening van het (ondernemings)vermogen van de rechtspersoon, hetgeen zowel de verkoop van een (gedeeltelijke) onderneming kan inhouden of de piecemeal waarde. Voor een toelichting hierop verwijs ik naar paragraaf 3.3.

Zoals hierboven weergegeven, zijn er in de situatie zonder financiële herstructurering verschillende scenario's denkbaar die leiden tot een bepaalde opbrengst: een (gedeeltelijke) verkoop waarbij verschillende onderdelen

4 Vgl. J.J. van Hees, 'Herstructurering met behulp van faillissement', in: *Herstructurering van ondernemingen in financiële moeilijkheden*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 56; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.7.

5 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 138.

going concern worden verkocht of een piecemeal verkoop van afzonderlijke activa na beëindiging van de onderneming(en). De vraag van welk scenario moet worden uitgegaan, kan aan de waarderingsdeskundige worden overgelaten. De waarderingsdeskundige kan aan de hand van een scenario-analyse waarderungen maken. Deze scenario-analyse kan dus inhouden de berekening van de waarden behorend bij de scenario's (of een combinatie daarvan) uit figuur 3.

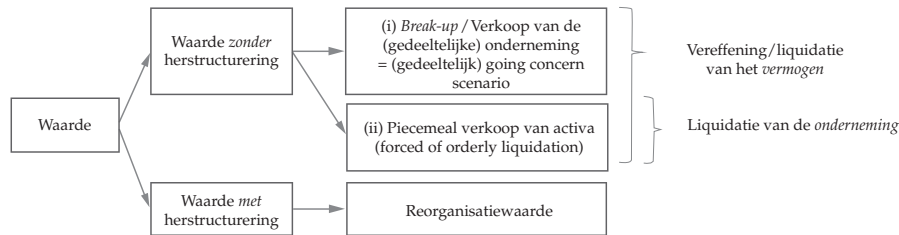
Een andere manier is dat de wet een bepaald scenario voorschrijft, bijvoorbeeld dat de financiële herstructurering noodzakelijk moet zijn omdat de *onderneming* anders zal worden geliquideerd. In dat geval moet voor de waarde zonder herstructurering worden uitgegaan van de economische liquidatiewaarde (zie voor dit begrip paragraaf 3.3.1.1). Van welk scenario moet worden uitgegaan, is dus afhankelijk van het betreffende juridische stelsel. In de volgende paragrafen ga ik in op de manieren waarop waardering bij Chapter 11, de Scheme, WCO II, de Concept Restructuring Directive en het WHOA-voorstel juridisch is ingekaderd.

De tweede waardering (2) ziet op het bepalen van de ondernemingswaarde ná implementatie van de financiële herstructurering: de in paragraaf 3.4 toegelichte reorganisatiewaarde.<sup>6</sup> Zoals weergegeven is de reorganisatiewaarde de ondernemingswaarde gebaseerd op een going concern *business case* van de geherstructureerde vennootschap en de daarmee verbonden onderneming(en), bijbehorende verwachte kasstromen, een genormaliseerde of levensvatbare vermogensstructuur en bijbehorende vermogenskosten.

Voor het inzicht in de gevolgen van een financiële herstructurering voor de gezamenlijke vermogensverschaffers zijn de bovengenoemde waarderungen samengevat als volgt:

---

6 M.L. Lennarts, 'De WCO II: solide basis voor herstructureren of voer voor litigation?', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 285. Zie uitgebreid: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 167 en p. 284.



Figuur 4 Bepalen van de waarde in scenario's zonder en met herstructurering

Op grond van de waardering zonder herstructurering en de waardering met herstructurering kan (slechts) worden beoordeeld wat het effect van de financiële herstructurering op de totale ondernemingswaarde is. Met deze twee waarderingen is nog niet inzichtelijk wat de gevolgen zijn voor een individuele vermogensverschaffer. Hiervoor moet de positie van de individuele positie van een vermogensverschaffer (oftewel de waarde van de betreffende vermogenstitels) als gevolg van de financiële herstructurering worden vergeleken met de positie van de vermogensverschaffer zonder herstructurering.

#### 5.2.2 Schatten van het effect op de positie van individuele vermogensverschaffer

Op grond van het akkoord wordt de reorganisatiewaarde op een bepaalde wijze aan de (*in the money*)<sup>7</sup> vermogensverschaffers gealloceerd. Om inzicht te krijgen in het effect van de financiële herstructurering op de positie van een individuele vermogensverschaffer moet daarom ook een vergelijking worden gemaakt tussen twee bedragen, namelijk:

- (1) de opbrengst van de betreffende vermogensverschaffer in de situatie zonder herstructurering; en
- (2) de waarde van het belang (in de vorm van schuldinstrumenten of aandelen) in de reorganisatiewaarde dat op grond van het akkoord aan de betreffende vermogensverschaffer wordt toegekend.

<sup>7</sup> Voor een uitleg over dit begrip verwijs ik naar § 3.2.6.

Voor de vraag naar de waarde van de vermogenstitels die onder het akkoord worden aangeboden is dus ook een waardering vereist.<sup>8</sup> Hier-voor gelden dezelfde scenario's (of combinaties daarvan) als weergegeven in figuur 3. Bij ondernemingen in financiële moeilijkheden en een (te) zware schuldenlast is het vaak de vraag of er überhaupt enige aandelenwaarde resteert. De waarde van een schuldinstrument, zoals een obligatie, is de con-stante waarde van de verwachte rentebetalingen en de hoofdsom:<sup>9</sup>

$$\text{PV of Bond} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{\text{Coupon}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Face Value}}{(1+r)^N}$$

Dit betekent dat de periodieke ( $t$ ) coupon betalingen (*Coupon*) en de terug te betalen hoofdsom (*Face value*) moeten worden gediscoteerd tegen een disconteringsvoet ( $r$ ).<sup>10</sup> Voor de waardering van het schuldpapier is dus relevant wat de overige voorwaarden van de lening zijn, zoals de looptijd en het risicoprofiel ervan. Het schuldpapier (lees: de nieuwe lening) wordt immers over een bepaalde termijn terugbetaald. De schuldeiser wordt dus gecompenseerd voor de uitgestelde terugbetaling.<sup>11</sup> De schuldeisers zullen een hogere rentevoet voorstellen dan de schuldenaar; dat levert hen immers meer toekomstige betalingen op.

### 5.2.3 Afronding

Voor het inzicht in het effect van de financiële herstructurering op de totale ondernemingswaarde en op de positie van een individuele vermogensverschaffer moet een vergelijking worden gemaakt tussen twee scenario's: de situatie zonder herstructurering en de situatie na implementatie van de financiële herstructurering of onder het pre-insolventieakkoord. Of, en zo ja, hoe de genoemde waarderingsvragen aan bod komen bij de

8 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2<sup>e</sup> druk, p. 1170-1171.

9 Ik verwijs naar onder andere: A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., 2012, 3<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 33 (*Bond valuation*); M. Livingston, *Bonds and bond derivatives*, Blackwell Publishing, 2005, 2<sup>e</sup> druk; R.A. Brealey e.a., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill 2011, 10<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 3 (*Valuing bonds*).

10 Zie hierover bijv.: A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., 2012, 3<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 33 (*Bond valuation*).

11 R.A. Brealey e.a., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill 2011, 10<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 2 (*How to calculate present values*).

homologatie van akkoorden in, achtereenvolgens, Chapter 11, de Scheme, het WCO II-voorstel, de Concept Restructuring Directive en het WHOA-voorstel, zal ik in de volgende paragrafen toelichten.

### 5.3 Chapter 11 en waarderingsvragen

#### 5.3.1 Beschouwing – Chapter 11 en reorganisatieplan<sup>12</sup>

Chapter 11 is de Amerikaanse insolventieprocedure die gericht is op de reorganisatie van de schuldenaar.<sup>13</sup> In Chapter 11 kan een schuldenaar een reorganisatieplan voorstellen. Voor dit recht maakt de financiële status van de schuldenaar in beginsel niet uit; er hoeft geen vooruitzicht te zijn dat de schuldenaar zijn schulden niet meer kan betalen. Dat een schuldenaar geen Chapter 11 aanvraagt als daar geen financiële aanleiding voor bestaat, is echter wel het uitgangspunt van de Amerikaanse wetgever geweest.<sup>14</sup> De gedachte is dat de procedure juist wordt toegepast vanwege het feit dat de onderneming in financiële problemen verkeert en insolvent is of dreigt te raken.<sup>15</sup>

De schuldenaar heeft in beginsel gedurende 120 dagen na de “*order for relief*” het (exclusieve) recht om een akkoord aan te bieden. Als dat niet gebeurt, heeft elke vermogensverschaffer vervolgens de mogelijkheid om een akkoord aan te bieden.<sup>16</sup> Voor de aanvraag van Chapter 11 door een

12 Voor een uitgebreidere uiteenzetting verwijs ik naar: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, H6.

13 Het vermogen van de schuldenaar kan in Chapter 11 echter ook geliquideerd worden. Waar in Chapter 7 direct een trustee wordt aangesteld, zal dit in Chapter 11 niet het geval zijn. Zodoende houdt de schuldenaar de controle over het proces. Zie: Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1123(b)(4), § 1123(a)(5)(D); C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2<sup>e</sup> druk, p. 98, 1041.

14 E. Warren, *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, Wolters Kluwer 2008, p. 24.

15 N.W.A. Tollenaar, ‘Preventieve herstructureringsprocedures volgens het richtlijnvoorstel van de Europese Commissie van 22 november 2016’, *FIP* 2017/169, § 3.2; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p.3.

16 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1121(b) en § 1121(c)(2). Dit plan moet (uiterlijk) binnen 180 dagen na de opening van de procedure zijn aangenomen maar deze termijn kan ook worden verlengd (tot maximaal 20 maanden na de opening van de procedure); Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1121(c)(3) en § 1121(d)(2)(B).

crediteur wordt wel getoetst of de schuldenaar financieel insolvent is.<sup>17</sup> Vervolgens worden alle vermogensverschaffers voor de stemming over het akkoord in klassen ingedeeld, waarna stemming over het akkoord plaatsvindt. Slechts klassen vermogensverschaffers van wie de rechten worden gewijzigd, zijn bevoegd te stemmen. Een klasse vermogensverschaffers waarvan de rechten niet worden gewijzigd, wordt geacht voor het plan te hebben gestemd.<sup>18</sup>

De rechter zal het plan goedkeuren als aan een aantal voorwaarden is voldaan, onder andere dat alle klassen vermogensverschaffers van wie de rechten door het akkoord worden gewijzigd met het plan instemmen.<sup>19</sup> Voor de aanneming van het akkoord in een bepaalde klasse is (slechts) de gewone meerderheid van de schuldeisers nodig, die ten minste twee derde van het bedrag aan schuldvorderingen vertegenwoordigen.<sup>20</sup> Kortom, de meerderheid kan de minderheid dwingen aan een akkoord te worden gebonden (de eerste *cram down*).

Een andere voorwaarde is dat elke individuele tegen het akkoord stemmende vermogensverschaffer toekomt wat hem in een scenario van de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon onder Chapter 7 van de U.S. Bankruptcy Code zou toekomen. Deze toets wordt aangeduid als de *“best interests of creditors test”*.<sup>21</sup> Ook als een klasse (in meerderheid) voor een akkoord stemt dat een uitkering lager dan in Chapter 7 inhoudt, bindt dit de individuele (in minderheid) tegenstemmende crediteuren in deze klasse in dit geval niet.<sup>22</sup> Om aan te tonen dat het akkoord aan de best

17 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 303(h)(1) (*“the debtor is generally not paying such debtor’s debts as such debts become due unless such debts are subject of a bona fide dispute as to the liability or amount”*).

18 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1126(f).

19 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(a)(8)(A) en (B).

20 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1126(c). Bij een klasse van aandeelhouders geldt dat het voldoende is als aandeelhouders die twee derde van het bij het door het akkoord geraakte eigen vermogen houden, instemmen (Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1126(d)).

21 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(a)(7)(A): *“With respect to each impaired class of claims or interest: each holder of a claim or interest of such class (A) (ii) will receive (...) a value (...) that is not less than the amount that such holder would so receive (...) if the debtor were liquidated under chapter 7 (...)”*.

22 H.R. Rep. No. 595, 95th Cong., 1st Sess. 412-413 (1977); N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 156.



interests of creditors test voldoet, moet een waardering worden overgelegd.<sup>23</sup> Partijen die homologatie van het akkoord verzoeken zullen de liquidatie-analyse vaak direct indienen. Een alternatief is dat dit niet gebeurt en de rechter een “*independent factual determination*” zal verzoeken.<sup>24</sup>

In het geval van een tegenstemmende (individuele) vermogensverschaffer is in Chapter 11 dus een schatting van de opbrengst op zijn vordering vereist. Deze opbrengst is gebaseerd op de waardering bij de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon. Ik benadruk dat deze test niet slechts ziet op de opbrengst bij liquidatie van de onderneming: de piecemeal liquidatie.<sup>25</sup> De liquidatiewaarde in Chapter 7 kan ook de going concern verkoopwaarde van (een gedeelte van) de onderneming zijn.<sup>26</sup> Ter illustratie hiervan verwijs ik voor twee praktijkvoorbeelden naar paragraaf 13.4.

Als een klasse vermogensverschaffers waarvan de rechten worden gewijzigd het plan niet bij meerderheid accepteert, moet het akkoord in beginsel worden afgewezen.<sup>27</sup> Bij een tegenstemmende klasse kan het akkoord echter alsnog worden aangenomen. Niet alleen kan de meerderheid de minderheid dus dwingen aan een akkoord te worden gebonden (de eerste cram down), ook kan een bij meerderheid tegenstemmede klasse vermogensverschaffers door de rechter aan het akkoord worden gebonden (de tweede cram down).

Voor deze tweede cram down, de zogenoemde *cross cram down*, gelden twee additionele voorwaarden. Ten eerste moet het plan niet discriminerend zijn voor vermogensverschaffers met dezelfde rang. Ten tweede moet

23 In re Piece Goods Shops Co, LP, 188 BR 778, 791 (Bankr MDNC 1995); In re Genesis Health Ventures, Inc., 266 B.R. 591 (Bankr.D.Del.2001).

24 R. Olivares-Caminal e.a., *Debt Restructuring*, 2011, p. 105.

25 T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 215; T.H. Jackson, 'Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain', 91 *Yale L.J.*, 857, 893 & n. 168 (1982).

26 In Re Lason, Inc., 300 B.R. 227 (Bankr. D. Del. 2003): “(...) a chapter 7 liquidation may be done either under “forced sale” conditions or as a going concern.”

27 Als de rechten van een klasse volledig worden afgeschreven en deze klasse als gevolg van het akkoord geen belang meer houdt in de onderneming, heeft de betreffende klasse geen stemrecht maar wordt verondersteld dat deze klasse tegen het akkoord stemt. Zie: Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1126(g).

het akkoord “*fair and equitable*” zijn.<sup>28</sup> Deze voorwaarde wordt verschillend ingevuld voor enerzijds gesecureerde vermogensverschaffers en anderzijds ongesecureerde vermogensverschaffers (waaronder aandeelhouders). Beknopt weergegeven moeten alle vermogensverschaffers delen in de reorganisatiewaarde (voor een toelichting op dit begrip verwijs ik naar paragraaf 3.4).<sup>29</sup> Voor de tweede groep, de ongesecureerde vermogensverschaffers, wordt dit bewerkstelligd door onder andere de “*absolute priority rule*”. Deze regel is als volgt nader uitgewerkt voor concurrente schuldeisers en andere klassen met “*interests*” (waaronder een aandeelhouder).<sup>30</sup>

De absolute priority rule houdt de volgende drie onderdelen in:

- Onderdeel 1: als een tegenstemmende klasse onder het akkoord volledig voor zijn erkende vordering wordt voldaan, is voor de betreffende tegenstemmende klasse voldaan aan de absolute priority rule.
- Onderdeel 2: pas als een tegenstemmende klasse niet volledig voor zijn erkende vordering wordt voldaan, is het relevant vast te stellen of een klasse met een lagere rang een waarde behoudt of ontvangt. Indien dit het geval is, dan geldt dat het akkoord in strijd is met de absolute priority rule.
- Onderdeel 3: het akkoord is voorts in strijd met de absolute priority rule als een klasse met een hogere rang meer waarde behoudt of ontvangt dan het nominale bedrag van haar vordering.<sup>31</sup> Deze derde voorwaarde staat niet letterlijk in Chapter 11 maar volgt uit de parlementaire geschiedenis<sup>32</sup> en de Amerikaanse rechtspraak.<sup>33</sup>

28 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(b).

29 Voor een uitgebreidere uiteenzetting van deze regeling verwijs ik naar N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 6.14.2. en 6.14.3.

30 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(b)(2)(A)-(C).

31 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2<sup>e</sup> druk, p. 1168.

32 124 Cong. Rec. S17,420 (daily ed. Oct. 6, 1978) (remarks of Sen. DeConcini); 124 Cong. Rec. H11,104 (daily ed. Sept. 28, 1978) (remarks of Rep. Edwards).

33 Chemtura, 439 B.R. 561, 592 (Bankr. S.D.N.Y. 2010) (citing *In re Exide Techs.*, 303 B.R. 48, 61, 66 (Bankr. D. Del. 2003); *In re MCorp Fin., Inc.*, 137 B.R. 219, 235 (Bankr. S.D. Tex. 1992); *In re Future Energy Corp.*, 83 B.R. 470, 495 n. 39 (Bankr. S.D.N.Y. 1988); *In re Walat Farms, Inc.*, 70 B.R. 330, 335 (Bankr. E.D. Mich. 1987)); see also *In re Granite Broad. Corp.*, 369 B.R. 120, 140 (Bankr. S.D.N.Y. 2007); *In re Oneida Ltd.*, 351 B.R. 79, 87 (Bankr. S.D.N.Y. 2006); *In re Exide Technologies*, 303 B.R. at 61, 66; *In re MCorp Fin., Inc.*, 137 B.R. 219, 235 (Bankr. S.D. Tex. 1992); *Future Energy*, 83 B.R. at 495 n.39 (“Clearly, overpayment of senior creditors is violative of the fair and equitable standard.”); *In re Walat Farms, Inc.*, 70 B.R. 330, 335 (Bankr. E.D. Mich. 1987) (“it would do violence to the fair and equitable standard by paying the creditor more than its claim”).

Voor de vraag of het akkoord fair and equitable is, speelt de reorganisatiewaarde een centrale rol. Aan de hand van de reorganisatiewaarde wordt getoetst of het akkoord al dan niet fair is en gehomologeerd kan worden.<sup>34</sup> De absolute priority rule strekt ertoe zeker te stellen dat vermogensverschaffers conform hun rang delen in de reorganisatiewaarde.<sup>35</sup> Een afwijking van de wettelijke verdeling van de reorganisatiewaarde is toegelaten, mits alle betrokken klassen daarmee instemmen. Een voorbeeld is het akkoord waarbij aandeelhouders een belang in de geherstructureerde onderneming houden, terwijl de schuldeisers niet volledig worden voldaan. Dit kan rationeel zijn als een aandeelhouder tevens een waardevolle bestuurder is (of extra kapitaal inbrengt).

In de Chemtura casus uit 2010 is dit door de Amerikaanse rechter als volgt verwoord:

*"It's undisputed that the "fair and equitable" requirement encompasses a rule that a senior class cannot receive more than full compensation for its claims. Courts will deny confirmation if a plan undervalues a debtor and therefore would have resulted in paying senior creditors more than full compensation for their allowed claims."*

En:

*"If I were required to find a specific valuation for [Chemtura], I think that, based on the foregoing and the additional factual analysis discussed below, any valuation would be at the low end of the Lazard range. But for the purposes of this controversy, I don't need to find an exact valuation. To determine that the Plan does not violate section 1129(b)'s "fair and equitable" requirement by paying creditors more than in full, I need only find that the [Reorganisatiewaarde] doesn't exceed the [Reorganisatiewaarde] underlying the Settlement."*<sup>36</sup>

- 
- 34 Chemtura, 439 B.R. 561, 592 (Bankr. S.D.N.Y. 2010), p. 21, 41-44; Genco Shipping & Trading Ltd., Case No. 14-11108, p. 10-11; Exide Techs., 303 B.R., § 60-61. Vgl. C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2<sup>e</sup> druk, p. 1168; I.M. Pachulski, *The Cram Down and Valuation Under Chapter 11 of The Bankruptcy Code*, *North Carolina Law Review*, 1980, volume 58, nr. 5, article 3, p. 938. Zie ook: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, H6.
- 35 T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 211-212. Vgl. W.J. Blum, 'Corporate Reorganization Doctrine as Recently Applied by the Securities and Exchange Commission', *The University of Chicago Law Review*, Vol. 40, No. 1 (Autumn, 1972), p. 96-110.
- 36 Chemtura, 439 B.R. 561, 592 (Bankr. S.D.N.Y. 2010), zie: C. *Valuation Conclusions*.

### 5.3.2 Conclusie – Chapter 11 en waarderingenvragen

In Chapter 11 wordt voor de waarde in de situatie zonder financiële herstructurering uitgegaan van het scenario van liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon. Niets doen leidt tot faillissement (waarin het vermogen van de rechtspersoon wordt vereffend), zo is de gedachte. Deze veronderstelling vertaalt zich in een best interest of creditors test, welke vermogensvergelijking inhoudt dat voor individuele vermogensverschaffers de onder het akkoord te ontvangen waarde wordt vergeleken met de opbrengst (voor de betreffende vermogensverschaffer) bij liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon. Het gaat dus niet slechts om de liquidatiewaarde van de onderneming.<sup>37</sup> De aanspraak van individuele tegenstemmende vermogensverschaffers op de waarde bij liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon geldt ook bij een akkoord waarmee alle klassen instemmen.

Op grond van een vergelijking tussen de totale waarde bij de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon en de reorganisatiewaarde kan het effect van de financiële herstructurering voor de gezamenlijke vermogensverschaffers worden beoordeeld.

De reorganisatiewaarde wordt berekend op grond van de waarde na implementatie van de financiële herstructurering en is juridisch relevant voor de vraag of het akkoord, ondanks een tegenstemmende klasse vermogensverschaffers, kan worden gehomologeerd. De reorganisatiewaarde vormt namelijk het uitgangspunt voor de vraag of de allocatie van de waarde, de verdeling onder het voorgestelde akkoord, fair and equitable is. Op grond van die allocatie wordt kort gezegd getoetst of de vermogensverschaffers conform hun rang delen in de reorganisatiewaarde (de absolute priority rule).

Ik concludeer dat de going concern reorganisatiewaarde en de juridische liquidatiewaarde een centrale rol spelen bij financiële herstructureringen in Chapter 11. Ik zal hierna beschouwen of dat bij de Scheme of Arrangement ook zo is.

---

37 In re Lason, Inc, 300 BR 227, 233 (Bankr.D.Del 2003); T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 211.

## 5.4 Scheme of Arrangement en waarderingsvragen<sup>38</sup>

### 5.4.1 Beschouwing – Scheme of Arrangement

De Scheme is een gerechtelijk dwangakkoord dat buiten een formele insolventieprocedure tot stand kan komen. De regeling is niet ondergebracht in de Engelse Faillissementswet maar in de *Companies Act 2006* (art. 895-899). Daardoor kan de Scheme ook voor solvabele ondernemingen worden gebruikt. Ten opzichte van Chapter 11 is de Scheme niet slechts gericht op ondernemingen in financiële moeilijkheden.

Samengevat is de procedure voor de totstandkoming van een Scheme als volgt. De schuldenaar dient bij de rechter een verzoek in om een vergadering bijeen te roepen waarin op een voorstel voor een akkoord kan worden gestemd. Indien de rechter dit verzoek toewijst, vindt vervolgens tijdens de daartoe bijeengeroepen vergadering een stemming plaats.<sup>39</sup> Voor de stemming worden klassen van verschillende vermogensverschaffers ingericht. Als de Scheme geen wijzigingen aanbrengt in de rechten van een vermogensverschaffer, hoeft deze ook niet bij de stemming te worden betrokken.<sup>40</sup> Indien de rechter het akkoord tijdens een tweede zitting goedkeurt, treedt het akkoord (na deponering bij de Engelse Kamer van Koophandel) in werking. Een Scheme kan alleen worden aangenomen als iedere stemgerechtigde klasse (waarvan de rechten worden gewijzigd) vóór heeft gestemd.<sup>41</sup> Hiermee worden de tegenstemmende minderheden binnen iedere klasse gebonden.

38 Voor een uitgebreidere uiteenzetting over de Scheme verwijs ik naar: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, H7.

39 Zie voor nadere toelichting op het proces: G. O'Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University press, 2012, Ch. 4 (*Court hearings, creditor or member meetings and disclosure requirements*).

40 Re United Provident Assurance Company Ltd [1910] 2 Ch 477; Sea Assets Ltd v Perusahaan Perseroan (Persero) PT Perusahaan Penerbangan Garuda Indonesia [2001] EWCA Civ 1696.

41 Een klasse heeft vóór gestemd indien i) een gewone meerderheid van de crediteuren die een stem hebben uitgebracht vóór heeft gestemd (*head count*) en ii) deze meerderheid gezamenlijk 75% van het bedrag vertegenwoordigt van de vorderingen van de crediteuren van de desbetreffende klasse die een stem hebben uitgebracht.

Dat een Scheme slechts kan worden aangenomen als iedere klasse voor stemt heeft belangrijke gevolgen. Zo kan de Engelse rechter het akkoord niet homologeren als één of meer klassen het voorgestelde akkoord hebben verworpen. De Scheme kent dus geen cram down van een tegenstemmende klasse van vermogensverschaffers.

Toch wordt de Scheme wel toegepast als onderdeel van een herstructureringsstrategie met *de facto* hetzelfde resultaat. De Scheme wordt dan gecombineerd met een executietraject of een “*pre-packaged administration*”, ookwel een “*transfer scheme*” genoemd.<sup>42</sup> Door de pre-pack worden de activa van de vennootschap overgedragen aan een andere vennootschap, “*newco*”, waarin slechts vermogensverschaffers een belang krijgen (aandelen of schuldinstrumenten) die daartoe op grond van de waarde van de onderneming gerechtigd zijn (de “*in the money*” vermogensverschaffers). Zoals ik hierna toelicht gaat het in het Engelse systeem bij de waarde om de ondernemingswaarde gebaseerd op de verkoopopbrengst: de “*Business Realisation Proceeds*”.

Hoewel de Engelse rechter niet de term reorganisation value hanteert, speelt de reorganisatiewaarde naar mijn idee wel een rol bij de financiële herstructurering. De vermogensverschaffers die de onderneming continueren zullen deze analyse namelijk zelf hebben uitgevoerd om te zien welk rendement zij kunnen verwachten. De kopende vennootschap continueert de onderneming immers met een gereorganiseerde vermogensstructuur, lagere disconteringsvoet en verbeterd toekomstperspectief (en bijbehorende geschatte kasstromen). De vermogensverschaffers die op grond van hun juridische rang en de waardering van de onderneming geen aanspraak maken op de (reorganisatie)waarde van de onderneming (en dus “*out the money*” zijn; zie paragraaf 3.2.6) houden hun ongewijzigde vermogensrechten op een entiteit zonder activa. Een Scheme is bij deze transactie niet noodzakelijk maar kan, voorafgaand aan de pre-pack, worden toegepast als een minderheid (van een bepaalde klasse *in the money* vermogensverschaffers) niet bereid is om mee te werken aan het akkoord.<sup>43</sup>

42 Voor voorbeelden verwijs ik naar McCarthy & Stone, Wind Hellas, My Travel, en IMO Car Wash. Zie: K. Asimacopoulos e.a., *European Debt Restructuring Handbook*, Globe Business Publishing Ltd 2013.

43 Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch), § 7 (vi): “*The schemes do not themselves provide for the transfer of assets. As was pointed out, it would technically have been possible to have achieved the same result as that achieved by the schemes and the overall arrangements without the necessity for a scheme of arrangement had all the Senior Lenders been in agreement and participated. However, because a small minority does not agree, a scheme becomes necessary.*”

In een Scheme procedure wordt waardering voor de behandelende rechter relevant als vermogensverschaffers die niet mogen stemmen (omdat hun vermogenspositie onder de Scheme onaangetast blijft) wel tegen de Scheme bezwaar maken. Dit bezwaar kan inhouden dat de Scheme op “*unfair grounds*” wordt doorgevoerd en hun rechten worden aangetast.<sup>44</sup> De schuldeiser moet dan aantonen dat hoewel zijn rechten niet worden gewijzigd op grond van de Scheme zelf (hij houdt immers een ongewijzigde vordering op de debiteur), er toch redenen zijn dat de Scheme zijn vermogenspositie nadelig beïnvloedt en dat de rechter niet over moet gaan tot homologatie.<sup>45</sup> Een reden kan zijn dat de met de Scheme gecombineerde pre-pack er uiteindelijk toe leidt dat de betreffende crediteur slechts een vordering houdt op een vennootschap zonder activa.

De rechter dient vervolgens te beoordelen of de betreffende crediteur een “*economic interest*” heeft in de onderneming:

*“The next question is the question of the hypothesis on which it has to be calculated whether the bondholders have an economic interest.”*<sup>46</sup>

Ik heb in paragraaf 3.2.6 uiteengezet waarom het spreken van “*economic interest*” of een “*economisch belang*” vanuit financieel-economisch perspectief niet mijn voorkeur heeft. Het gaat er volgens mij om te beoordelen of een vermogensverschaffer op grond van de voor de herstructurering gemaakte

44 Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch), § 10: “*They say that the schemes are unfair because they unfairly prejudice them. (...) Further, they say that the Schemes should not be sanctioned because the overall arrangements shut out the Mezzanine Lenders from any prospect of benefiting from the assets, and there are sufficient prospects of their having an economic value in them as to lead to their not being ignored in this way.*” Zie ook: J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 43-45 en p. 190.

45 Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch), § 26: “*The schemes do not involve the Mezzanine Lenders (...) their legal rights are unaffected. The Mezzanine Lenders therefore cannot, and do not, complain as persons whose legal rights are being altered by the schemes in some unfair way. However, they are still entitled to object as creditors on grounds of unfairness if the schemes unfairly affect them in ways other than altering their strict rights.*”; G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University press, 2012, p. 144.

46 Re Mytravel Group Plc [2004] EWHC 2741, § 55.

waardering aanspraak maakt op de ondernemingswaarde.<sup>47</sup> In paragraaf 5.3 heb ik betoogd dat de waardering moet uitgaan van de reorganisatiewaarde. Als de vermogensverschaffer op grond van de waardering geen waarde (vermogenspositie) toekomt, dan verklaart de rechter het bezwaar ongegrond. Als dat wel zo is, zal de rechter niet tot homologatie overgaan. Aangezien de betrokken partijen hierbij tegengestelde belangen hebben (namelijk het voorkomen van de Scheme versus de implementatie ervan) leidt dit tot een waarderingsdiscussie, een zogenoemde “*valuation fight*”. Op grond van welke waarde dient over dit gevecht te worden geoordeeld?

In *Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114* is een waarderingsrapport opgesteld voor de “*insolvency practitioner in waiting*”, die voor de pre-pack zou worden benoemd. De waarderingsopdracht luidde om de hiervoor genoemde “*Business Realisation Proceeds*” te schatten, een ondernemingswaarde gebaseerd op de verkoopopbrengst (“*the amount that the business is expected to realise in a sale at the current time*”).<sup>48</sup> De rechter overwoog in dit verband dat hiervoor de “*intrinsic value*” van de onderneming moest worden gewaardeerd.<sup>49</sup> In *Bluebrook Ltd [2009] EWHC 2114* waren de belanghebbenden het erover eens dat voor de schatting van de intrinsic value moest worden uitgegaan van de going concern veronderstelling en niet van de veronderstelling dat de onderneming wordt geliquideerd.<sup>50</sup>

In *Bluebrook Ltd [2009] EWHC 2114* overlegden de partijen die voor de Scheme waren waarderingsrapporten gebaseerd op de volgende waarderingsmethoden: *Discounted Cash Flow* analyse, *Leveraged Buy Out* analyse en een *Multiples* analyse. De schuldeiser die tegen de Scheme was overlegde een waarderingsrapport dat uitging van de *Monte Carlo simulatie*. De rechter overwoog – kort gezegd – dat de eerste drie waarderingsmethoden realistischer zijn:

47 Vgl. *Re Tea Corporation [1904] 1; In re Oceanic Steam Navigation Company Ltd. [1939] Ch 41*; E.W. Purcell, A. Boyce, ‘The Courts Speak on Valuation in Restructurings: IMO Car Wash, SAS and Wind Hellas Lessons’, *International Corporate Rescue*, Volume 7, Issue 2, 2010, p. 129.

48 *Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch)*, § 13.

49 *Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch)*, § 30.

50 *Re Bluebrook Ltd [2009] EWHC 2114*, § 40 (“(...) for the purposes of this case, and in order to assess the fairness of the schemes, a going concern value is appropriate (...) none of the valuations produced for the scheme companies is in fact a liquidation value in the sense of a break-up valuation. All of the valuations seek to answer the question of what a purchaser would be likely to pay now for the business, and they adopt different techniques for that purpose.”).



*"I have already observed that the three exercises conducted for the boards were intended to derive a present value in the sense of the sort of money that a purchaser would pay. They all have their drawbacks, but they are aimed to the same end. Where it is necessary to make assumptions for the purposes of the exercises, those conducting them tend to have made assumptions based on professional and expert judgments as to which are appropriate in the circumstances (those judgments sometimes encompassing a limited range). The LEK (SvdB: Monte Carlo) valuation is different. Its end result is a statistical analysis, conducted by a computer, in order to assess the statistically most likely outputs for variations in a range of inputs which can be quite wide. It does not involve the sort of judgments that a more traditional valuation requires. That is not to say that there is no judgment at all involved. Judgment is involved in selecting the ranges. Mr Chivers suggested that there was some judgment applied in selecting some weighting within the range, but I confess that I cannot see that in any of the supporting evidential material."<sup>51</sup> [onderstreping SvdB]*

De waarderingsmethode van de Monte Carlo simulatie is een variant van de DCF-methode. De kritiek van de Engelse rechter zag dus niet zozeer op de onderliggende systematiek van de DCF-methode, maar op de toepassing daarvan door middel van de Monte Carlo simulatie. Waar bij de DCF-methode een beperkte scenario-analyse plaatsvindt, vindt bij de Monte Carlo methode beknopt weergegeven op grond van een computersimulatie een veelvoud van scenario-analyses plaats. De kritiek ziet daarbij meer op de onderbouwing van de input en de transparantie van de uitkomst van een computersimulatie dan op het feit dat het een afgeleide van de DCF-methode is.

Zoals weergegeven hanteerde de rechter de *"intrinsic value"* als uitgangspunt. De genoemde methoden (DCF-waardering, LBO-waardering, Multiples analyse en de Monte Carlo simulatie) zijn allemaal een toepassing van dat begrip. Dit begrip houdt naar mijn idee de economische waarde in (zie paragraaf 3.2.3) en moet niet worden verward met het waardebegrip uit de financial accounting, de intrinsieke waarde. De Monte Carlo simulatie zou in andere situaties wellicht wel een juiste waarderingsmethode zijn:

*"(...) Are the purchasers in fact getting too a good deal (too much unfair value) because in the present market sales are unlikely to take place, and when economic conditions change the same group will be perceived to be more valuable, and the purchasers will ultimately reap the benefit of that? This is not quite the way the case is put, but I can see that in some circumstances it might be. It is, I suppose, another analysis of the "intrinsic value" which is said to differ from current market value."<sup>52</sup> [onderstreping SvdB]*

51 Re Bluebrook Ltd [2009] EWHC 2114, § 43.

52 Re Bluebrook Ltd [2009] EWHC 2114 (Ch), § 49.

De Engelse rechter geeft volgens mij weer dat op het moment van beoordeling van de Scheme er sprake kan zijn van een (tijdelijke) onderwaardering van de onderneming. De Engelse rechter lijkt te overwegen dat onder omstandigheden kan worden uitgegaan van een ondernemingswaarde met een business case die gunstiger is dan de huidige schattingen (*"and when economic conditions change the same group will be perceived to be more valuable"*). Deze hogere waarde is een waarde die rekening houdt met een additioneel (speculatief) *"upside potential"* dat aan de vermogensverschaffers, die de onderneming continueren, kan toekomen. Dit upside potential houdt dus een *extra* stijging van de verwachte kasstroom in. Hoewel de Engelse rechter overwoog dat deze alternatieve waarde geen centrale rol speelde in *Bluebrook Ltd [2009] EWHC 2114*, sloot de rechter niet uit dat er gevallen zijn waarin dit begrip wel een rol kan spelen bij de beoordeling van de vraag of een bepaalde crediteur economisch belang heeft in de onderneming.

#### 5.4.2 Conclusie – de Scheme en waarderingsvragen

Om het effect van een financiële herstructurering op de totale ondernemingswaarde te beoordelen moeten twee waarden worden berekend: (1) de waarde zonder herstructurering en (2) de reorganisatiewaarde.

Bij een Scheme worden deze waarden niet allebei rechtstreeks inzichtelijk, althans zijn deze waarderingsvragen niet vereist voor het verzoeken om de doorvoering van een Scheme. Waardering is bij de Scheme slechts relevant als vermogensverschaffers stellen dat de Scheme op *"unfair grounds"* wordt doorgevoerd en hun rechten ten onrechte worden aangetast. Hiervoor kan het nodig zijn dat de rechter toetst of een schuldeiser *"in"* of *"out of the money"* is en of de voorgestelde Scheme daaraan voorbij gaat.<sup>53</sup> Dit laatste is het geval als door een transfer scheme een onderneming wordt overgedragen die meer waarde vertegenwoordigt dan de hoogte van de Vorderingen van de vermogensverschaffers die een belang krijgen in newco (en, voor de duidelijkheid, voorheen een belang hadden in de overdragende vennootschap). De vermogensverschaffers die slechts een belang houden in de oude overdragende vennootschap worden dan benadeeld. Dan kan immers geconcludeerd worden dat een deel van de waarde ten onrechte aan de continuerende vermogensverschaffers toekomt, in plaats van aan de achterblijvende vermogensverschaffers.

---

53 G. O'Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University press, 2012, p. 144; R. Olivares-Caminal e.a., *Debt Restructuring*, 2011, p. 166.

In oudere Engelse jurisprudentie (*Tea Corporation Ltd* [1904] 1 Ch 12. en *My Travel Group plc* [2004] EWHC 2741 (Ch)) werd voor de vraag naar de waarde van de onderneming (en dus de daarvan afgeleide vraag of een schuldeiser een “economic interest” had), op grond van de betreffende specifieke omstandigheden van die gevallen,<sup>54</sup> nog uitgegaan van de liquidatiewaarde van de onderneming. In recente Engelse jurisprudentie (*Bluebrook Ltd (IMO Car Wash)* [2009] EWHC 2114 (Ch)) is echter geoordeeld dat de going concern waarde bij een verkoop de relevante waarde is om te beoordelen of een schuldeiser economisch belang heeft in de onderneming.<sup>55</sup>

De Engelse rechter hanteert het begrip reorganisatiewaarde niet (direct) maar in de analyse van investeerders/vermogensverschaffers speelt deze waarde wel (degelijk) een belangrijke rol. De vermogensverschaffers die de onderneming continueren zullen deze waarde namelijk zelf hebben geschat om te zien welk rendement zij kunnen verwachten. De kopende vennootschap continueert de onderneming immers met een gereorganiseerde vermogensstructuur, lagere disconteringsvoet en verbeterd toekomstperspectief (en bijbehorende geschatte kasstromen).

## 5.5 WCO II en waarderingsvragen

### 5.5.1 Achtergrond en uiteenzetting

De voorloper van het in paragraaf 5.7 te bespreken WHOA-voorstel is het WCO II-voorstel. Het WCO II-voorstel, dat net zoals het WHOA-voorstel een voorontwerp voor een wetsvoorstel betrof, is relevant om de structuur en tekst van het WHOA-voorstel, waarvan de consultatie op het moment van het afronden van het manuscript voor dit boek is afgerond, nader te duiden. Zeker wat betreft de relevante waardebegrippen is het WHOA-voorstel significant gewijzigd ten aanzien van het WCO II-voorstel, hetgeen in deze paragraaf en paragraaf 5.7 uiteen zal worden gezet.

<sup>54</sup> R. Olivares-Caminal e.a., *Debt Restructuring*, 2011, p. 167.

<sup>55</sup> Re *Bluebrook Ltd* [2009] EWHC 2114 (Ch), § 13.

Het WCO II-voorstel is door het Ministerie van Veiligheid en Justitie op 14 augustus 2014 ter consultatie gepresenteerd.<sup>56</sup> Het WCO II-voorstel maakte onderdeel uit van het Wetgevingsprogramma herijking faillissementsrecht, hetgeen is opgesteld met als doel om het faillissementsrecht te

56 Het WCO II-voorstel is te raadplegen via: [www.internetconsultatie.nl/wco2](http://www.internetconsultatie.nl/wco2). Naast mijn artikel over het WCO II-voorstel in oktober 2014 in *FIP* (S.W. van den Berg, 'WCO II: de cram down beschouwd vanuit waarderingsperspectief', *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, oktober 2014/7) zijn in de juridische literatuur veel publicaties over het WCO II-voorstel verschenen. Ik verwijs naar de 16 reacties die gedurende de consultatieperiode zijn geplaatst op [www.internetconsultatie.nl/wco2/reacties](http://www.internetconsultatie.nl/wco2/reacties) en onder andere de volgende artikelen (genoemd in willekeurige volgorde): M.L. Lennarts, 'De WCO II: solide basis voor herstructureren of voer voor litigation?', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015; J.M. Hummelen, 'Het dwangakkoord buiten faillissement: WCO II en belangenconflicten onderzocht', *Rechtsgeleerd Magazijn THEMIS* 2016-1; R.J. van Galen, 'De surseance als echte reorganisatieprocedure', *TvI* 2015/23; M.J.M. Franken, 'Het dwangakkoord en de (toekomstige) baten des boedels', *TvI* 2015/21; G. te Winkel, 'WCO II en de positie van de aandeelhouders', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2015-2016*, Deventer: Wolters Kluwer 2016; D.A.M.H.W. Strik, 'Litigation-aspecten van WCO II Voordracht Voorjaarsbijeenkomst 2015 Vereniging Corporate Litigation', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2015-2016*, Deventer: Wolters Kluwer 2016; R.D. Vriesendorp, 'Het buitengerechtelijk akkoord en het concept-voorstel WCO II', in: D. Busch e.a., *Wet Continuïteit Ondernemingen (delen I en II) en het bestuursverbod*, Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht', Zutphen: Uitgeverij Partijs 2014; A.M. Mennens en P.M. Veder, 'Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie', *NTBR* 2015/2; R. Schmieman, 'De WCO II: Achtergrond, inhoud procedure en reactie VCL-voorjaarsbijeenkomst 2015', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2015-2016*, Deventer: Wolters Kluwer 2016; B.J. Tideman, 'Is het wetsvoorstel inzake het dwangakkoord buiten faillissement misbruikbestendig?', *NTBR* 2015/22, afl. 5; H. Koster, 'Voorstel voor een regeling van een dwangakkoord buiten faillissement', *JBN* 2015/12; A.M. Mennens en F.E.J. Beekhoven van den Boezem, 'Wijziging van toekomstige verplichtingen middels een dwangakkoord buiten insolventie: toekomstmuziek?', *TvI* 2015/32; L.A. van Amsterdam, 'De Wet continuïteit ondernemingen II: een van de belangrijkste hervormingen van het Nederlandse insolventierecht in jaren', *Bb* 2015/5; R.J. van Galen, 'Knelpunten in ons insolventierecht', *Ondernemingsrecht* 2014/81; J.A.A. Adriaanse e.a., 'Het dwangakkoord buiten faillissement vanuit het perspectief van de schuldeiser', *De Credit Manager* 2014-1, 26-30; E. Schmieman, 'De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie', *Ondernemingsrecht* 2014/77; H. Lankhorst, 'Voortgang herijking Faillissementsrecht', *BB* 2013/48; H. Lankhorst, 'Niet onredelijke weigering van buitengerechtelijk schuldenakkoord', *BB* 2013/52; R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans & K.A.J. de Vries, 'Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV', *TvI* 2013/20; R. Vriesendorp, R. Hermans & K. de Vries, 'Herijking faillissementsrecht; en het informeel akkoord: gemiste kans of opportunity voor een Nederlandse scheme of arrangement?', *TvI* 2013/12; J.B. Huizink e.a., *Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?*, Zifo-reeks, nr. 9, Deventer: Wolters Kluwer, 2013; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016.

verbeteren.<sup>57</sup> Het wetgevingsprogramma rust op drie pijlers: (i) fraudebestrijding, (ii) versterking van het reorganiserend vermogen van ondernemingen en (iii) modernisering van de faillissementsprocedure. Pijler (ii) bestaat uit drie wetsvoorstellen met de naam Wet Continuïteit Ondernemingen: WCO I (de *pre-pack*), WCO II (het pre-insolventieakkoord) en WCO III (deze wet zal zich richten op maatregelen ten behoeve van de voortzetting van de onderneming in faillissement).<sup>58</sup> Het WCO II-voorstel houdt onder andere een wijziging van de Faillissementswet in door na art. 367 Fw de volgende afdeling op te nemen: “*Algemeen verbindend verklaring van een akkoord ter sanering van de schulden*”.

Het WCO II-voorstel introduceert een dwangakkoord buiten faillissement of buiten surseance van betaling. Onder bestaande wetgeving kunnen individuele crediteuren buiten faillissement of surseance van betaling niet (althans nauwelijks)<sup>59</sup> worden verplicht hun medewerking te verlenen aan een akkoord met een groep crediteuren. Hierdoor kan één schuldeiser de totstandkoming van een onderhands akkoord met de betreffende groep crediteuren frustreren, hetgeen voor de dwarsliggende schuldeiser “*nuisance value*” creëert.<sup>60</sup> Het WCO II-voorstel is onder andere bedoeld als remedie tegen deze schuldeisers die herstructureringen van ondernemingen (die operationeel winstgevend kunnen worden maar waarbij de schuldenlast te hoog is om alle rentelasten te betalen) frustreren en niet akkoord gaan met de voorwaarden van de gepresenteerde financiële herstructurering.

Het WCO II-voorstel houdt in dat een rechtspersoon, of zijn schuldeiser(s), een akkoord kan aanbieden dat inhoudt dat de vermogensstructuur wordt gewijzigd.<sup>61</sup> Hiervoor worden de betreffende vermogensverschaffers in verschillende klassen gerangschikt, waarna over het voorgestelde akkoord

57 *Kamerstukken II* 2012/13, 29 911, nr. 74; *Kamerstukken II* 2012/13, 33 695, nr. 1, 3, 5 en 7; Kamerbrief minister I.W. Opstelten, ‘Wetgevingsprogramma herijking faillissementsrecht’ d.d. 15 november 2013.

58 *Kamerstukken II* 2013/14, 33 695, nr. 5, p. 5.

59 HR 12 augustus 2005, *NJ* 2006/230 en *JOR* 2005/257 (Groenemeijer/Payroll); Rb Almelo 4 februari 1998, *JOR* 1998/66; HR 24 maart 2017, *JOR* 2017/209 (Mondia Investment/Van de Meent q.q. (V&D)).

60 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 3. Deze term wordt ook gehanteerd in de (economische) speltheorie. Vgl. H.T.J. Smit en L. Trigeorgis, *Strategic Investment, Real Options and Games*, 2004, p. 24-29.

61 Dit kan bijvoorbeeld inhouden een aanpassing van de leningvoorwaarden, een kwijtschelding van schulden of een *debt for equity swap*.

wordt gestemd.<sup>62</sup> Het akkoord kan ook aan slechts één klasse vermogensverschaffers worden aangeboden. Voor het aannemen van het akkoord (dus nog niet de algemeen verbindend verklaring ervan door de rechtbank) wordt de instemming van de stemgerechtigde vermogensverschaffers vereist. Stemgerechtigd zijn schuldeisers en/of aandeelhouders van wie de rechten op basis van het akkoord worden gewijzigd. De instemming wordt bereikt indien in alle stemgerechtigde klassen van schuldeisers en/of aandeelhouders (a) de gewone meerderheid van de tot die klasse behorende en aan de stemming deelnemende schuldeisers en/of aandeelhouders voor het akkoord heeft gestemd (de *head count*)<sup>63</sup> en (b) die meerderheid ten minste twee derden van het geheel aan vorderingen (dan wel twee derden van het geplaatst aandelenkapitaal) in die klasse vertegenwoordigt (art. 372 lid 3 WCO II-voorstel). Doordat is gekozen voor aan de stemming deelnemende schuldeisers en/of aandeelhouders wordt voorkomen dat vermogensverschaffers door enkel weg te blijven de uitkomst van de stemming kunnen beïnvloeden.

Uit de toets voor de instemming van een klasse blijkt dat geen unanimiteit is vereist. Hierdoor kan het akkoord tegen de wil van de tegenstemmende minderheid van vermogensverschaffers worden aangenomen. Dit is de eerste *cram down*. Indien het akkoord is aangenomen en daarom wordt verzocht, zal het akkoord door de rechtbank in beginsel algemeen verbindend worden verklaard en gaat het gelden voor alle vermogensverschaffers van wie de rechten worden gewijzigd.<sup>64</sup>

Door een pre-insolventieakkoord kunnen de tegenstemmende vermogensverschaffers dus een gedeelte van hun eigendoms- of vorderingsrechten verliezen. De gedachte is dat deze inmenging in hun eigendomsrechten gerechtvaardigd is en daarom geen schending van art. 1 van het Protocol bij

62 Voor de indeling geldt onder Chapter 11 dat vorderingen in dezelfde klasse worden ingediend zodanig dat “*such claim (...) is substantially similar to the other claims or interest of such class*”. Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1122(a).

63 Ik verwijs naar de dissertatie van Tollenaar voor een pleidooi tegen het opnemen van de *head count*. Zie: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 8.8.1 en § 10.14.

64 Dit geldt dus ook voor de tegen het akkoord stemmende vermogensverschaffers, zij die zich van stemming hebben onthouden of niet zijn verschenen.

het Verdrag tot bescherming van de rechten van de mens en de fundamentele vrijheden ("EVRM"). Volgens de concept MvT WCO II voldoet het WCO II-voorstel aan de (in de Europese rechtspraak ontwikkelde) voorwaarden dat de inmenging (i) voorzien is bij wet, (ii) gerechtvaardigd is, omdat zij een algemeen belang dient en (iii) proportioneel is.<sup>65</sup>

Naast een dwangakkoord dat door de meerderheid van een klasse wordt gesteund, bevat het WCO II-voorstel de mogelijkheid dat een akkoord, dat niet wordt gesteund door de meerderheid van een klasse, algemeen verbindend kan worden verklaard. De rechtbank kan in dat geval oordelen dat een klasse die tegen het akkoord heeft gestemd in redelijkheid niet tot dat stemgedrag heeft kunnen komen en het akkoord alsnog aannemen (art. 373 lid 2 WCO II-voorstel). Dit is de tweede mogelijkheid tot *cram down*, de zogenoemde *cross(-class)* of *overall cram down*. Het stemgedrag tegen het akkoord wordt niet onredelijk geacht als de tot die klasse behorende vermogensverschaffers onder het akkoord een uitkering ontvangen die lager is dan de uitkering die zij zouden ontvangen als de boedel van de schuldenaar in faillissement wordt vereffend (art. 373 lid 2 sub c en sub d WCO II-voorstel).

Met andere woorden: een akkoord wordt redelijk geacht als de uitkering onder het akkoord tenminste gelijk is aan de uitkering bij vereffening van het vermogen in faillissement.<sup>66</sup> Een soortgelijke vermogensvergelijking wordt bij de huidige wettelijke akkoorden ook toegepast. Daar wordt het stemgedrag naar alle omstandigheden van het geval beoordeeld, maar van bijzonder belang is het percentage dat de tegenstemmende schuldeisers bij vereffening van de boedel naar verwachting op hun vordering ontvangen.<sup>67</sup>

Art. 373 lid 2 sub c en d WCO II-voorstel zien slechts op de vermogenspositie van vermogensverschaffers als zij zich bevinden in een bij meerderheid tegenstemmende klasse. Art. 373 lid 2 WCO II-voorstel is afgeleid

<sup>65</sup> Concept MvT WCO II, p. 66.

<sup>66</sup> Vgl. Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 23 en 69.

<sup>67</sup> Art. 146, 268a en 332 lid 4 Fw. Ook buiten deze materie speelt de vermogensvergelijking overigens een belangrijke rol, bijvoorbeeld bij de faillissementspauliana (zie: HR 19 oktober 2001, NJ 2001/654 (Diepstraten/Gilhuis q.q.)) of in het kader van art. 6:9 lid 1 Wet financieel toezicht en de vraag naar schadeloosstelling in de casus van SNS REAAL (zie r.o. 6.6 en 6.7, Gerechtshof Amsterdam 11 juli 2013, JOR 2013/250 m.nt. M.W. Josephus Jitta).

van de in paragraaf 5.3 toegelichte best interest of creditors test. Deze test uit Chapter 11 is echter van toepassing bij alle akkoorden, ook akkoorden die zijn aangenomen.<sup>68</sup> In het WCO II-voorstel ontbreekt deze test als een individuele vermogensverschaffer zich verzet terwijl zijn klasse voorstemt.

### 5.5.2 Geen entreetoets of noodzaakcriterium

In het WCO II-voorstel kan de schuldenaar “*ter herstructurering van zijn schulden*” een akkoord aanbieden (art. 368 WCO II-voorstel). Een entreetoets of noodzaakcriterium is niet voorgeschreven.<sup>69</sup> Er is dus geen bepaling die inhoudt dat de schuldenaar moet aantonen dat hij in financiële moeilijkheden verkeert of dreigt te raken. Het WCO II-voorstel bevat niet de voorwaarde dat de schuldenaar zonder het pre-insolventieakkoord zal overgaan tot het aanvragen van het faillissement. De onderliggende gedachte van het pre-insolventieakkoord is om het reorganiserend vermogen te versterken door “*ondernemers te stimuleren tijdig hulp te zoeken voor hun eventuele problematische schulden en oplossingen daarvoor buiten faillissement te faciliteren*”.<sup>70</sup>

Als een akkoord is aangeboden kan de rechtbank de behandeling van een verzoek tot faillietverklaring op verzoek van de schuldenaar of een of meer van diens schuldeisers gedurende een redelijke termijn schorsen (art. 3c lid 1 WCO II-voorstel). Deze schorsing wordt niet uitgesproken als zwaarwichtige redenen zich daartegen verzetten, waaronder de situatie dat de schuldenaar in de toestand verkeert dat hij heeft opgehouden te betalen. Als een schuldeiser, nadat het akkoord is aangeboden, gedurende de schorsing van het faillissementsverzoek gerechtigd is tot een vordering die opeisbaar is geworden en onvoldaan is gebleven, dient de rechtbank de schorsing van het faillissementsverzoek op verzoek van de schuldeiser onverwijld op te heffen (art. 3c lid 6 sub a WCO II-voorstel).<sup>71</sup>

68 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2<sup>e</sup> druk, p. 1136-1139.

69 Vgl. M.L. Lennarts, ‘De WCO II: solide basis voor herstructureren of voer voor litigation?’, in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 274.

70 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 2 en 3. Kritisch over de toename van het aantal maatregelen in dit verband: M.L.H. Reumers, ‘Tijdig ingrijpen bij vennootschappen in financiële moeilijkheden: hoe bevordert men dat?’, *Ondernemingsrecht* 2015/95; M.L.H. Reumers, ‘The Business Rescue Craze in European Insolvency Law’, *Ondernemingsrecht* 2017/95.

71 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 27 en 28.



Ook later in het proces, bij de mogelijke homologatie van het akkoord door de rechtbank, wordt de financiële status van de onderneming niet getoetst. Er is zowel bij het door de schuldenaar aanbieden van het akkoord als bij homologatie geen toets die ingaat op de financiële status of toestand van de onderneming. De vraag of, en zo ja, in welke vorm, deze voorwaarde eventueel onderdeel moet uitmaken van een pre-insolventieakkoord behandel ik niet.<sup>72</sup> Ik ga slechts uit van het WCO II-voorstel zoals dat in augustus 2014 is gepresenteerd en schets hieronder enkele gevolgen daarvan.

### 5.5.3 Gevolgen van de vermogensvergelijking in WCO II

Art. 373 lid 2 sub c en sub d WCO II-voorstel kunnen ertoe leiden dat een lager gerangschikte klasse vermogensverschaffers (bijvoorbeeld aandeelhouders) op grond van het akkoord een belang in de vennootschap houdt ten koste van een hoger gerangschikte klasse (bijv. crediteuren). Ik licht dit aan de hand van een rekenvoorbeeld toe.

#### *Casus*

Stel: een vennootschap heeft drie klassen vermogensverschaffers, namelijk eigen vermogen, achtergestelde (*junior*) en niet-achtergestelde (*senior*) vreemd vermogensverschaffers. De vreemd vermogensverschaffers hebben respectievelijk 30 en 60 van het vermogen gefinancierd. Ik ga uit van nominale bedragen. In een scenario zonder financiële herstructurering wordt de opbrengst bij vereffening in faillissement geschat op 50. De reorganisatiewaarde bedraagt 70. Het voorgestelde akkoord houdt in dat alle vorderingen worden afgeschreven en de senior crediteur en de aandeelhouder respectievelijk 95% en 5% van de aandelen in het aandelenkapitaal gaan houden. Dit laatste element kan onderdeel van een plan zijn omdat bij de voormalig bestuurder-aandeelhouder bepaalde kennis aanwezig is en de senior crediteur de aandeelhouder hiervoor aan boord wenst te houden. De klasse junior crediteuren van wie de vorderingen volledig worden afgeschreven is het hier niet mee eens en stemt tegen het akkoord. Wat kan de rechter oordelen?

---

<sup>72</sup> Zie hierover: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.6, 8.4, 8.9.4.1 en 10.15.2. Tollenaar stelt dat een uitdrukkelijke toets van de vraag of de schuldenaar in (pre-)insolventie verkeert, en daarmee of er voldoende financiële rechtvaardiging bestaat om crediteuren met dwang te binden, in het WCO II-voorstel ontbreekt. Onder het pre-insolventieakkoord dat hem voorstaat zou dit als algemeen homologatiecriterium (dus achteraf) moeten worden opgenomen.

*Gevolg 1*

Aan de voorwaarde van art. 373 lid 2 sub c WCO II-voorstel wordt niet voldaan. De opbrengst bij vereffening in faillissement is naar verwachting 50 en omdat de klasse senior crediteuren 60 te vorderen heeft en in faillissement als eerste wordt voldaan, resteert er voor de klasse junior crediteuren (en de aandeelhouder) in faillissement niets. Geoordeeld moet dus worden dat de junior crediteuren “die niet met het akkoord hebben ingestemd in redelijkheid niet tot dat stemgedrag hebben kunnen komen” (art. 373 lid 2 WCO II-voorstel).

In aanvulling op art. 373 lid 2 WCO II-voorstel geldt ook nog de toets dat de rechter het akkoord, kort gezegd, redelijk moet vinden. Hier kom ik in paragraaf 5.5.4 op terug maar mits deze toets ook wordt doorstaan, kan een eerste gevolg zijn dat een klasse met een lagere rang (in het voorbeeld de aandeelhouder) ten koste van een schuldeiser een waarde behoudt of ontvangt. Dit is in strijd met onderdeel 2 van de in paragraaf 5.3 toegelichte absolute priority rule. Ook staat het haaks op de inhoud van de concept MvT WCO II, waarin wordt genoemd dat aandeelhouders de “hekkensluiters” zijn die pas een uitkering mogen ontvangen zodra alle andere schuldeisers zijn voldaan.<sup>73</sup> Ik acht het niet wenselijk dat vermogensverschaffers in afwijking van de thans geldende wettelijke rangorde op grond van een pre-insolventieakkoord in een betere positie kunnen komen te verkeren.

De totstandkoming van een akkoord betreft een dynamisch onderhandelingspel tussen alle betrokken stakeholders. In dit speelveld is het voor de beoogde *deal certainty* de verwachting dat crammed down vermogensverschaffers een akkoord wordt aangeboden dat aan hen voldoende uitkeert om in te stemmen met het akkoord. Indien niet op voorhand met de (gekwaliceerde) meerderheid van de relevante vermogensverschaffers overeenstemming wordt bereikt, geldt dat art. 373 lid 2 sub c en d WCO II-voorstel ertoe kunnen leiden dat een klasse van vermogensverschaffers – in het uiterste geval – op grond van de waarde bij vereffening van het vermogen in faillissement buitenspel kan worden gezet. Ik zal in paragraaf 5.5.4 toelichten dat mij dit onredelijk lijkt.

---

73 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 17.

*Gevolg 2*

Als het pre-insolventieakkoord wordt aangenomen en de rechter het goedkeurt, zetten de senior crediteuren en de aandeelhouder de onderneming voort. Zij houden in dit voorbeeld een aandelenbelang van respectievelijk 95% en 5% in een vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, waarvan de reorganisatiewaarde 70 is. Dit betekent dat de senior crediteuren een belang hebben met een waarde van 66,5 (95% maal 70) en de aandeelhouder 3,5 (5% maal 70). De vermogensaanspraak van de senior crediteuren is – op papier – toegenomen. Een klasse met een hogere rang kan dus meer waarde behouden of ontvangen dan het nominale bedrag van haar vordering. Dit is in strijd met onderdeel 3 van de in paragraaf 5.3 toegelichte absolute priority rule.

Weliswaar is er bij een waardering sprake van waarderingsonzekerheid, het lijkt mij niet wenselijk dat de vermogensaanspraak van een vermogensverschaffer als gevolg van het pre-insolventieakkoord en ten koste van anderen kan toenemen ten opzichte van zijn huidige vermogenspositie.

*5.5.4 Algemene waarborgen en de positie van individuele vermogensverschaffers*

Hierboven ben ik ingegaan op de cram down mechanismen in het WCO II-voorstel. Aan de hand van twee voorbeelden heb ik mogelijke gevolgen weergegeven. In deze paragraaf ga ik nader in op de overige in het WCO II-voorstel opgenomen waarborgen voor individuele vermogensverschaffers.

Ten eerste schrijft art. 370 lid 2 sub c WCO II-voorstel voor dat de aanbieder van het pre-insolventieakkoord ook een waardering van de onderneming bijvoegt. Deze bepaling maakt niet duidelijk om welke waardering het gaat en is om die reden dus te beperkt. Volgens de concept MvT WCO II kan de waardering inhouden “*de going concern-waarde, maar ook de liquidatiewaarde of enige andere vorm van waardering*”.<sup>74</sup> Omdat de aanbieder kan kiezen welke waardering hij overlegt, biedt dit tegenstemmende vermogensverschaffers weinig bescherming.

Ten tweede kan de rechtbank, op verzoek van een vermogensverschaffer van wie de rechten door het pre-insolventieakkoord worden gewijzigd, een rechter-commissaris benoemen die kan aangeven of de waardering van

---

74 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 57.

vorderingen van schuldeisers, de indeling in klassen of de stemprocedure naar zijn voorlopig oordeel voldoet aan de eisen die de rechtbank daaraan zou stellen bij de beoordeling van het verzoek tot algemeen verbindend verklaring van het akkoord (art. 371 WCO II-voorstel). Deze toetsing is echter slechts marginaal en ziet in beginsel niet op de waardering van de onderneming.<sup>75</sup>

Zowel in het geval dat het pre-insolventieakkoord is aangenomen als in het geval dat het akkoord is verworpen (maar desalniettemin om algemeen verbindend verklaring wordt verzocht), is – ten derde – de meest omvattende waarborg opgenomen in art. 373 lid 3 WCO II-voorstel. Art. 373 lid 3 WCO II-voorstel is een “vangnetbepaling” die beoogt te voorkomen dat akkoorden om oneigenlijke redenen algemeen verbindend worden verklaard.<sup>76</sup> Deze bepaling bestaat uit vier gronden voor afwijzing van het pre-insolventieakkoord, die gedeeltelijk zijn gebaseerd op de reeds in de Faillissementswet opgenomen weigeringsgronden voor homologatie van een faillissementsakkoord. Ten opzichte van die weigeringsgronden is art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel nieuw. Deze bepaling luidt als volgt:

“Niettegenstaande het in de vorige leden bepaalde wijst de rechtbank de in die leden bedoelde verzoeken af indien:

- a. de belangen van een of meer schuldeisers dan wel aandeelhouders door toewijzing van het verzoek onevenredig worden geschaad; (...).”<sup>77</sup>

Voor de beoordeling van art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel geldt dat de belangen onevenredig worden geschaad als: (i) het akkoord geen ander doel dient dan het op de tegenstemmende minderheid afwentelen van het risico van de reorganisatie, (ii) geen redelijk denkend schuldeiser of aandeelhouder voor het akkoord zou hebben gestemd of (iii) de stemming

---

75 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 61.

76 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 69.

77 De overige drie gronden zijn: “(...) b. de nakoming van het akkoord niet voldoende is gewaarborgd; c. het akkoord door bedrog, door begunstiging van een of meer schuldeisers of met behulp van andere oneerlijke middelen is tot stand gekomen dan wel berust op een kennelijk onjuiste voorstelling van zaken; d. andere zwaarwegende redenen zich naar het oordeel van de rechtbank tegen algemeen verbindendverklaring van het akkoord verzetten.”

over het akkoord oneerlijk is verlopen.<sup>78</sup> Deze gronden worden in de concept MvT WCO II niet nader toegelicht maar gesteld wordt dat ze gebaseerd zijn op Chapter 11.<sup>79</sup> Ondanks de ruime invulling die in de concept MvT WCO II aan art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel wordt gegeven, bevat het WCO II-voorstel bij een tegenstemmende klasse weliswaar een variant op de best interests of creditors test (namelijk in art. 373 lid 2 WCO II-voorstel), de in paragraaf 5.3 toegelichte absolute priority rule speelt geen rol en wordt in de concept MvT WCO II niet genoemd.

In de Nederlandse literatuur is beargumenteerd dat een akkoord ook naar Nederlands recht slechts zou moeten worden gehomologeerd als het voldoet aan de eis van absolute prioriteit.<sup>80</sup> Anderen stellen dat absolute priority juist niet noodzakelijk is omdat het dient te gaan om een redelijk en billijk akkoord waarbij de best interests of creditors test voldoende waarborg biedt.<sup>81</sup> In het WCO II-voorstel is gekozen voor de weergegeven redelijkheidstoets waarbij de verschillende belangen van vermogensverschaffers kunnen worden afgewogen (art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel). Deze toets houdt een beoordeling naar de omstandigheden van het geval in. Als de rechter wordt verzocht om een verworpen akkoord algemeen verbindend te verklaren en een beroep op art. 373 lid 2 sub c of sub d WCO II-voorstel vervolgens wordt afgewezen omdat de verwachte waarde bij vereffening van het vermogen in faillissement wordt uitgekeerd, lijkt mij de kans klein dat een rechter het verzoek alsnog afwijst op grond van

78 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 70.

79 Concept MvT WCO II, 14 augustus 2014, p. 70. Met Tollenaar ben ik het eens dat de Concept MvT WCO II verschillende beginselen door elkaar laat lopen: “De Toelichting knoopt voor de invulling van het algemene “onevenredig geschaad” criterium voorts aan bij de “no unfair discrimination” en “fair and equitable” criteria van de Chapter 11 procedure. Hier haalt de Toelichting de zaken door elkaar. De “no unfair discrimination” en “fair and equitable” criteria zijn geen algemene homologatiecriteria die gelden voor ieder akkoord, maar zijn uitsluitend van toepassing bij cram-down van een akkoord dat een of meer klassen hebben verworpen en gelden uitsluitend ten aanzien van de klassen die hebben tegengesteld.” N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 10.15.2.

80 J.M. Hummelen, ‘Aandeelhouders, absolute prioriteit en de debt-for-equity swap’, University of Groningen Faculty of Law Research Paper Series, no. 07/2014, april 2014.

81 S. Madaus, *Rescuing companies involved in insolvency proceedings with rescue plans*, NACIL Reports 2012, p. 10.

art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel.<sup>82</sup> Ik zie niet in op welke in de concept MvT WCO II weergegeven maar niet nader toegelichte grondslagen van art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel een verzoek tot algemeen verbindend verklaring dan dient te worden verworpen.

Het is niet eenvoudig vast te stellen wanneer zich een situatie als bedoeld in art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel voordoet.<sup>83</sup> De open norm van art. 373 lid 3 WCO II-voorstel kan daardoor tot rechtsonzekerheid leiden.<sup>84</sup> Met Van Galen meen ik dat deze onzekerheid niet wenselijk is en dat een expliciete best interest of creditors test moet worden opgenomen.<sup>85</sup> Dit betekent dat een individuele vermogensverschaffer altijd aanspraak moet kunnen maken op de (mogelijke) waarde bij vereffening van het vermogen in faillissement, ook in het geval dat zijn klasse voorstemt. Volgens Tollenaar kunnen er echter goede redenen zijn om aan een relatief lage uitkering onder het akkoord de voorkeur te geven boven het onzekere en trage traject zonder akkoord. Indien de meerderheid dit wenst (en dit besluit op deugdelijke wijze tot stand is gekomen), zou de rechter het oordeel van de meerderheid moeten respecteren.<sup>86</sup>

De voor art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel relevante vraag over onevenredige benadeling van *individuele* vermogensverschaffers kan worden onderbouwd aan de hand van een vermogensvergelijking tussen de uitkering onder het akkoord en de waarde van de vermogenstitel zonder herstructurering.

De uitkering onder het akkoord is een gegeven. Hiervoor dient het voorgestelde akkoord immers als vertrekpunt. Onder het akkoord kan een uitkering in contanten volgen, of een uitkering in vermogenstitels. Zoals weergegeven in paragraaf 5.2.2, is het bij het schuld papier nodig om een rentevoet vast te stellen.

82 Vgl. A.M. Mennens en P.M. Veder, 'Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie', *NTBR* 2015/2, p. 17.

83 Vgl. R.D. Vriesendorp in: *Preadvies van de Vereniging Handelsrecht*, 2014. Wet continuïteit ondernemingen (delen I en II), p. 97.

84 G. te Winkel, 'WCO II en de positie van de aandeelhouders', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2015-2016*; R.D. Vriesendorp in: *Preadvies van de Vereniging Handelsrecht*, 2014. Wet continuïteit ondernemingen (delen I en II), p. 106, voetnoot 96; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 10.15.2.

85 R.J. van Galen, 'De surseance als echte reorganisatieprocedure', *TvI* 2015/23, § 7.

86 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 10.15.4. Dit geldt volgens Tollenaar niet in de situatie buiten insolventie: § 3.6.2.

Wat betreft het bepalen van de huidige waarde van de positie van de betreffende vermogensverschaffer geldt dat het WCO II-voorstel bepaalt dat het pre-insolventieakkoord te allen tijden kan worden aangeboden; er geldt immers geen noodzaakcriterium (zie paragraaf 5.5.2).<sup>87</sup> Wat de waarde van allereerst de onderneming is en vervolgens de waarde van het vermogensrecht, dient door een deskundige te worden geschat. Of de belangen van individuele vermogensverschaffers onevenredig worden geschaad moet daarom per geval worden beoordeeld. Deze gedachte komt overeen met de aanbeveling van de Europese Commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie:<sup>88</sup>

“Het gerecht zou dan ook een herstructureringsplan moeten afwijzen wanneer de beoogde herstructurering de rechten van de niet-instemmende schuldeisers terugbrengt tot minder dan wat zij redelijkerwijs zouden mogen verwachten te ontvangen *zonder herstructurering van de onderneming van de schuldenaar*.”<sup>89</sup>  
[cursivering SvdB]

#### 5.5.5 Positie tegenstemmende klasse

In paragraaf 5.5.4 ben ik ingegaan op de positie van een individuele tegenstemmende vermogensverschaffer. Ik heb weergegeven dat onder het WCO II-voorstel een expliciete waarborg ontbreekt op het moment dat de tegenstemmende vermogensverschaffer zich bevindt in een klasse die wél met het akkoord instemt. In deze paragraaf ga ik in op het scenario dat een tegenstemmende vermogensverschaffer zich bevindt in een klasse die tegen het akkoord stemt en waarvoor art. 373 lid 2 sub c en sub d WCO II-voorstel relevant worden.

Als een klasse niet met gekwalificeerde meerderheid voorstemt, geldt dat de in de klasse bevindende vermogensverschaffers de waardering (en de daarop gebaseerde uitkering in contanten of in vermogenstitels in de geherstructureerde vennootschap) te laag achten. Bij een tegenstemmende klasse

87 M.L. Lennarts, ‘De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation?’, in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 284.

88 Zie hierover bijv.: E. Schmieman, ‘De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie’, *Ondernemingsrecht* 2014/77; A.M. Mennens en P.M. Veder, ‘Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie’, *NTBR* 2015/2, § 3.

89 Aanbeveling van de commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie (2014/135/EU), considerans nr. 19 en art. 22 sub c.

is er voor de inmenging van eigendomsrechten nog minder rechtvaardiging. Het democratische besluit in de betreffende klasse is immers dat het akkoord moet worden verworpen. Op welke grond kan de rechter dan alsnog oordelen dat de rechten van deze klasse worden gewijzigd en het akkoord homologeren?

Onder het WCO II-voorstel worden de belangen van de vermogensverschaffers in een tegenstemmende klasse gewaarborgd door een toets van vermogensvergelijking die uitgaat van enerzijds de opbrengst van die klasse onder het akkoord en anderzijds de opbrengst van die klasse bij vereffening van het vermogen in faillissement. Ik vind dit een onjuiste maatstaf. Voor de cram down van een tegenstemmende klasse moet wat mij betreft worden uitgegaan van de reorganisatiewaarde.<sup>90</sup> Dit is de waarde die op grond van de continuïteit van de onderneming met het akkoord (en dus met aangepaste vermogensstructuur) wordt nagestreefd. Het systeem dient erin te voorzien dat de reorganisatiewaarde conform rang over de vermogensverschaffers verdeeld moet worden.

#### 5.5.6 Conclusie – WCO II en waarderingsvragen

Waardering speelt in het WCO II-voorstel een rol bij de homologatie van het akkoord en dan voornamelijk bij art. 373 lid 2 WCO II-voorstel (een verworpen akkoord kan toch gehomologeerd worden als de uitkering die de tot de tegenstemmende klasse behorende vermogensverschaffers ontvangen tenminste gelijk is aan de uitkering die zij zouden ontvangen als de boedel in faillissement zou worden vereffend) en art. 373 lid 3 WCO II-voorstel (homologatie van een akkoord kan worden afgewezen als de belangen van een vermogensverschaffer onevenredig worden geschaad). Ik heb weergegeven dat aannemelijk is dat als aan de voorwaarde van lid 2 is voldaan, de kans op afwijzing van het akkoord op grond van lid 3 beperkt lijkt.

---

90 Of een vermogensverschaffer naast de reorganisatiewaarde, als alternatief, de keuze moet hebben om de opbrengst in contanten bij de liquidatie van de vennootschap te ontvangen, is een vraag waarvan de beantwoording buiten het bestek van dit onderdeel valt. Dat is een kwestie die ziet op de vraag of de liquidatie of juist de herstructurering van een vennootschap als referentiekader voor het pre-insolventieakkoord heeft te gelden. Zie voor het onderscheid tussen deze twee kaders en de implicaties daarvan N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.4.4 en § 3.4.5.1. Tollenaar gaat uit van het wettelijke liquidatiesysteem als referentiekader, hetgeen – uiteindelijk – de basis vormt voor zijn opvattingen over de betreffende cram down toetsen van een pre-insolventieakkoord. Ik kom hier in § 5.7.2 op terug.



Art. 373 lid 2 WCO II-voorstel ziet slechts op de vermogenspositie van vermogensverschaffers in een bij meerderheid tegenstemmende klasse. Art. 373 lid 2 WCO II-voorstel is afgeleid van de in paragraaf 5.3 toegelichte best interest of creditors test. In Chapter 11 is deze test echter van toepassing bij alle akkoorden, ook akkoorden die zijn aangenomen. In het WCO II-voorstel ontbreekt deze test als een individuele vermogensverschaffer zich verzet, terwijl zijn klasse voorstemt. Daarnaast kan de vermogensvergelijking die in art. 373 lid 2 WCO II-voorstel wordt voorgeschreven afbreuk doen aan de vermogenspositie van de vermogensverschaffers. Deze toets is namelijk gebaseerd op de waarde van het vermogen bij vereffening in faillissement. Omdat met het akkoord (in beginsel)<sup>91</sup> de continuïteit van de onderneming in de bestaande rechtsvorm (en dus met aangepaste vermogensstructuur) wordt nagestreefd, vind ik dit een onjuiste maatstaf en moet voor de cross cram down worden uitgegaan van de in paragraaf 5.2 toegelichte reorganisatiewaarde.

Bij een aangenomen akkoord geldt de toets van art. 373 lid 2 WCO II-voorstel niet. Voor dat geval lijkt art. 373 lid 3 WCO II-voorstel aan individuele tegenstemmende vermogensverschaffers de meeste waarborg te bieden. Dit artikel kan weliswaar zien op de vermogenspositie van individuele vermogensverschaffers maar de open norm (“onevenredige benadeling”) is onduidelijk en kan leiden tot rechtsonzekerheid.

## 5.6 Concept Restructuring Directive

### 5.6.1 Voorgeschiedenis

Op Europees niveau hebben de plannen zich op insolventiegebied de afgelopen jaren in hoog tempo opgevolgd. Allereerst is er de “Insolventieverordening” (Verordening (EG) nr. 1346/2000), maar die ziet alleen op kwesties als rechterlijke bevoegdheid, erkenning en tenuitvoerlegging, toepasselijk recht en samenwerking in grensoverschrijdende insolventieprocedures. Hoewel de Europese Raad heeft geconcludeerd dat de Insolventieverordening over het algemeen goed functioneert, is ook vastgesteld dat

---

91 Zie § 3.4.

het wenselijk is om de toepassing van bepaalde bepalingen ervan te verbeteren, zodat grensoverschrijdende insolventieprocedures efficiënter kunnen worden uitgevoerd. Om die reden is besloten tot een herziening of herschikking van de Insolventieverordening: de Verordening (EU) 2015/848 van het Europees Parlement en de Europese Raad van 20 mei 2015 betreffende insolventieprocedures (herschikking),<sup>92</sup> die sinds 26 juni 2017 (grotendeels) van toepassing is.<sup>93</sup> De Insolventieverordening en de herschikking daarvan laten de verschillen tussen de nationale insolventieprocedures min of meer ongemoeid.<sup>94</sup> In Europa is ook onderzocht hoe de nationale herstructureringsprocessen kunnen worden verbeterd. De Concept Restructuring Directive vloeit daaruit voort. Ik schets een korte voorgeschiedenis voordat ik inga op de rol van waardering in de Concept Restructuring Directive.<sup>95</sup>

Op 15 november 2011 heeft het Europees Parlement een resolutie betreffende insolventieprocedures aangenomen. Die resolutie hield aanbevelingen in voor de harmonisatie van specifieke aspecten van de nationale insolventiewetten, onder meer de vaststelling, de gevolgen en de inhoud van herstructureringsplannen.<sup>96</sup> Vervolgens heeft de Europese Commissie in haar mededeling “Akte voor de interne markt II. Samen voor nieuwe groei.” van 3 oktober 2012 de modernisering van de insolventiewetgeving aangewezen als een kernactie om ondernemingen betere overlevingskansen te bieden en ondernemers een tweede kans te geven. De Europese Commissie kondigde aan dat zij ging onderzoeken hoe de efficiëntie van nationale insolventiewetten verder kan worden verbeterd zodat in de interne markt gelijke concurrentievoorwaarden voor ondernemingen en ondernemers tot stand worden gebracht.<sup>97</sup>

92 Considerans 6, Verordening Publicatieblad EU 2015, L 141/19.

93 Art. 92 van de herschikking van de Insolventieverordening maakt een paar uitzonderingen voor de ingangsdatum.

94 Zie hierover verder bijv.: S. van Dongen, ‘De herziene Insolventieverordening’, *FIP* 2016(5); P.M. Veder, ‘Europese ontwikkelingen in het insolventierecht’, *Tvl* 2013/32.

95 Voor een beleidsmatige beschouwing over de ontwikkeling van de ‘Business Rescue’ cultuur in Europa verwijs ik bijv. naar: M.L.H. Reumers, ‘The Business Rescue Craze in European Insolvency Law’, *Ondernemingsrecht* 2017/95.

96 Resolutie van het Europees Parlement van 15 november 2011 over demografische verandering en de gevolgen daarvan voor het toekomstig cohesiebeleid van de EU (2010/2157(INI)). Publicatieblad EU 2013/C 153 E/01; *Report with recommendations to the Commission on insolvency proceedings in the context of EU company law*, 2011/2006(INI), 17 oktober 2011.

97 COM(2012) 573 final.

In de mededeling van de Europese Commissie “Een nieuwe Europese aanpak van faillissementen en insolventie” van 12 december 2012 werd vervolgens gewezen op de verschillen tussen de nationale insolventiewetten die de totstandbrenging van een efficiënte interne markt kunnen belemmeren.<sup>98</sup> Gelijke uitgangspunten op het gebied van de nationale insolventiewetten zouden ertoe leiden dat bedrijven, ondernemers en particulieren die in de interne markt willen werken, meer vertrouwen hebben in de systemen van de andere lidstaten en de toegang tot krediet wordt verbeterd, wat investeringen aanmoedigt.

Op 9 januari 2013 heeft de Europese Commissie het “Actieplan ondernemerschap 2020. De ondernemingsgeest in Europa nieuw leven inblazen” goedgekeurd waarin de lidstaten onder meer wordt verzocht tegen 2013 (waar mogelijk) de benodigde tijd voor kwijtschelding en schuldherschikking voor ondernemers na faillissement te verlagen tot een maximum van drie jaar. Daarnaast is verzocht om ondernemingen ondersteunende diensten te bieden voor vroegtijdige herstructurering, alsmede advies om faillissementen te voorkomen en steun aan kleine en middelgrote ondernemingen voor herstructurering en een nieuwe start.<sup>99</sup>

Verschillende lidstaten zijn hun nationale insolventiewetten gaan herzien om het stelsel voor de redding van ondernemingen te verbeteren en ondernemers een tweede kans te geven. Met als doel de versterking van de interne markt, moet volgens de Europese Commissie de samenhang tussen die nationale initiatieven en alle toekomstige nationale initiatieven worden bevorderd. Hiervoor heeft de Europese Commissie vervolgens op 12 maart 2014 de aanbeveling inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie gepubliceerd (de “Aanbeveling”).<sup>100</sup> Hierin wordt aanbevolen dat een schuldenaar zijn onderneming moet kunnen herstructureren om insolventie af te wenden.<sup>101</sup> Een herstructureringsstelsel zou een schuldenaar daardoor in staat moeten stellen in een vroeg stadium – wanneer zijn insolventie nog zou kunnen worden voorkomen – een herstructurering door te voeren.

---

98 COM(2012) 742 final.

99 COM(2012) 795 final.

100 Considerans 11, COM(2014) 1500 final.

101 Aanbeveling 6, COM(2014) 1500 final.

Zoals aangekondigd in de Aanbeveling,<sup>102</sup> is vervolgens in 2015 en 2016 geëvalueerd hoe lidstaten met de voorstellen uit de Aanbeveling zijn omgegaan. Geconstateerd is dat het aantal herstructureringsmiddelen beperkt is. Ook is gebleken dat in lidstaten waarin herstructureringswetgeving wel is geïmplementeerd, het aantal herstructureringsprocedures is toegenomen en de totale schuldenlast is gedaald.<sup>103</sup> De Europese Commissie stelt echter ook vast dat een aantal lidstaten de Aanbeveling niet of slechts gedeeltelijk heeft opgevolgd en de verbeteringen nog niet op het gewenste niveau zijn.<sup>104</sup> Gelijktijdig met deze evaluatie heeft de Europese Commissie op 30 september 2015 een actieplan gepubliceerd voor de totstandbrenging van een kapitaalmarktunie (*Action Plan on Building a Capital Markets Union*). Vastgesteld werd dat convergentie van insolventie- en herstructureringsprocedures zou bijdragen aan meer rechtszekerheid voor grensoverschrijdende investeerders en een tijdige herstructurering van levensvatbare ondernemingen die in financiële moeilijkheden verkeren.<sup>105</sup> Daarbij is aangekondigd dat nadere regelgeving zou volgen.<sup>106</sup> Na een herhaling van deze boodschap in september 2016,<sup>107</sup> is op 22 november 2016 de Concept Restructuring Directive gepubliceerd.

#### 5.6.2 *Concept Restructuring Directive en waarderingsvragen bij de cram down*

Hieronder ga ik in op de rol van waardering in de Concept Restructuring Directive. Voor een uitgebreidere bespreking van de Concept Restructuring Directive verwijst ik naar de reeds verschenen literatuur.<sup>108</sup> In het bijzonder

<sup>102</sup> Bepaling 36, COM(2014) 1500 final.

<sup>103</sup> Evaluation of the implementation of the Commission Recommendation of 12.3.2014 on a new approach to business failure and insolvency, 30 september 2015, p.5.

<sup>104</sup> Aanbeveling, p. 8: "There are still several Member States where a business cannot be restructured before it is insolvent. While some other Member States introduced new preventive restructuring procedures, those rules differ in several aspects from the Recommendation. (...)."

<sup>105</sup> Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015) 468 final, p. 26.

<sup>106</sup> Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015) 468 final, p. 26.

<sup>107</sup> COM(2016) 601 final, p. 4.

<sup>108</sup> Zie: B. Wessels, 'On the genesis of the Proposal for a Restructuring Directive', *NTHR* 2017/1; G. McCormack, 'Corporate Restructuring Law – A second chance for Europe?', *European Law Review*; M-T. Epeoglou, 'Comments on Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Frameworks and Second

verwijs ik naar Tollenaar, die ingaat op verschillende eigenschappen van de Concept Restructuring Directive en die afzet tegen (voornamelijk) Chapter 11 en de door hem beoogde eigenschappen van een pre-insolventieakkoord.<sup>109</sup>

Verschillen in herstructureringsmiddelen en insolventieprocedures van de lidstaten van de Europese Unie leiden volgens de Europese Commissie onder andere tot minder grensoverschrijdende investeringen. Het doel van de Concept Restructuring Directive is om deze barrières weg te nemen. Hiervoor zouden lidstaten, uiteindelijk, een meer gemeenschappelijk en homogeen herstructurerings- en insolventieregime moeten hanteren.<sup>110</sup> Hierboven is weergegeven dat in de Aanbeveling staat dat (slechts) een schuldenaar toegang moet hebben tot een stelsel waardoor hij zijn onderneming kan herstructureren met als doel het voorkomen van insolventie.<sup>111</sup> Dit zou de schuldenaar in staat moeten stellen in een vroeg stadium – namelijk pre-insolventie – een herstructurering door te voeren. In lijn met die gedachte gaat de Concept Restructuring Directive, net zoals het WCO II-voorstel, niet uit van een entreetoets of noodzaakcriterium. Een pre-insolventieakkoord zou beschikbaar moeten zijn voordat een schuldenaar in een toestand verkeert dat hij heeft opgehouden te betalen (art. 1 Fw).<sup>112</sup> Een bepaalde kans op insolventie wordt wel voorgeschreven.<sup>113</sup> Art. 4 lid 1 van de Concept Restructuring Directive bepaalt namelijk:

*“Member States shall ensure that, where there is likelihood of insolvency, debtors in financial difficulty have access to an effective preventive restructuring framework that enables them to restructure their debts or business, restore their viability and avoid insolvency.” [onderstreping SvdB]*

---

Chance for Entrepreneurs: The Third Step to the European Cross-border Insolvency Saga’, *International Corporate Rescue* (2017), Issue 1; G. McGormack, ‘Business restructuring law in Europe: making a fresh start’, *Journal of Corporate Law Studies*, 17:1, p. 172.

109 N.W.A. Tollenaar, ‘Preventieve herstructureringsmiddelen volgens het richtlijnvoorstel van de Europese Commissie van 22 november 2016’, *FIP* 2017/169.

110 Concept Restructuring Directive, p. 5 en 6 (en considerans 1 en 2).

111 Aanbeveling 6, COM(2014) 1500 final.

112 Concept Restructuring Directive: “(17) (...) A restructuring framework should be available before a debtor becomes insolvent according to national law, i.e. before the debtor fulfils the conditions for entering collective insolvency procedure which entail normally a total divestment of the debtor (...)”

113 Considerans 17, Concept Restructuring Directive: “(...) in order to avoid the procedures being misused, the financial difficulties of the debtor should reflect a likelihood of insolvency and the restructuring plan should be capable of preventing the insolvency of the debtor and ensuring the viability of the business.”

De Concept Restructuring Directive voorziet er (slechts) in dat een schuldenaar een herstructureringsplan aanbiedt. Een crediteur is daartoe, in tegenstelling tot het WCO II-voorstel, niet bevoegd.<sup>114</sup> De schuldenaar moet bij het indienen van het herstructureringsplan een waardering overleggen (*“a valuation of the present value of the debtor or the debtor’s business”*), een verklaring over de oorzaken en de omvang van de financiële problemen en een verklaring waarin wordt uitgelegd waarom het bedrijf levensvatbaar is en hoe de uitvoering van het plan ervoor kan zorgen dat de debiteur een faillissement vermijdt en zijn levensvatbaarheid op langere termijn herstelt.<sup>115</sup>

Hoewel uit het bovenstaande volgt dat er een bepaalde mate van een vooruitzicht op insolventie moet zijn om in aanmerking te komen voor een pre-insolventieakkoord, is de *“kans op insolventie”* naar mijn mening een onduidelijk criterium.<sup>116</sup> De kans op insolventie is in theorie immers altijd wel aanwezig.<sup>117</sup>

Naast het feit dat geen concrete entreetoets is opgenomen in de Concept Restructuring Directive, wordt als homologatievoorwaarde ook geen noodzaakcriterium voorgeschreven. Een uitdrukkelijke toets van de vraag naar de financiële status of toestand van de schuldenaar ontbreekt. Art. 10 lid 3 (*Confirmation of restructuring plans*) houdt weliswaar een *feasibility test* in,<sup>118</sup> maar hierbij ligt de nadruk op de haalbaarheid van een herstructureringsplan en niet zozeer op de noodzakelijkheid daarvan.<sup>119</sup>

De Concept Restructuring Directive is (ook) verder sterk gebaseerd op Chapter 11. Het schrijft een best interest of creditors test en een absolute priority rule voor. Eerstgenoemde wordt als volgt gedefinieerd:

114 Voor een kritische analyse van de gevolgen hiervan verwijs ik naar: N.W.A. Tollenaar, 'Preventieve herstructureringsmiddelen volgens het richtlijnvoorstel van de Europese Commissie van 22 november 2016', *FIP* 2017/169.

115 Article 8(1) sub b, Concept Restructuring Directive.

116 Vgl. M.L.H. Reumers, 'The Business Rescue Craze in European Insolvency Law', *Ondernemingsrecht* 2017/95, p. 540.

117 Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.7, 11.3.4.-5.

118 “De lidstaten zorgen ervoor dat gerechtelijke of administratieve instanties kunnen weigeren een herstructureringsplan te bevestigen wanneer dat plan geen redelijk vooruitzicht biedt op het afwenden van de insolventie van de debiteur en het waarborgen van de levensvatbaarheid van het bedrijf.”

119 Kritisch over de toepassing van de feasibility test: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 6.16.5 en 8.9.3.2-3.

*“best interest of creditors test means that no dissenting creditor would be worse off under the restructuring plan than they would be in the event of liquidation, whether piecemeal or sale as a going concern;”*<sup>120</sup>

Onder de Concept Restructuring Directive houdt deze test in dat geen enkele niet-instemmende crediteur onder het plan slechter af is dan bij vereffening van het vermogen van de schuldenaar.<sup>121</sup> De test geldt wanneer een plan moet worden bevestigd om bindend te zijn voor niet-instemmende individuele crediteuren of, indien van toepassing, niet-instemmende klassen crediteuren.<sup>122</sup> Wat betreft de opbrengst bij vereffening maakt de Concept Restructuring Directive – vanuit juridisch perspectief terecht (zie paragraaf 3.3) – onderscheid tussen de (gezamenlijke) verkoop van activa going concern en een losse verkoop van activa.

De absolute priority rule wordt als volgt gedefinieerd:

*“absolute priority rule means that a dissenting class of creditors must be satisfied in full before a more junior class may receive any distribution or keep any interest under the restructuring plan;”*<sup>123</sup>

De absolute priority rule strekt er volgens de Concept Restructuring Directive toe dat een tegenstemmende klasse overeenkomstig haar rang deelt in de going concern waarde.<sup>124</sup> Een afwijking van de wettelijke verdeling van deze waarde is slechts toegestaan als alle betrokken klassen

120 In de Nederlandse vertaling van de Concept Restructuring Directive is dit begrip als volgt vertaald: “toets van het belang van de crediteuren”: toets om te bevestigen dat geen niet-instemmende crediteur slechter af zou zijn onder het herstructureringsplan dan in het geval van een vereffening, of deze nu stapsgewijs gebeurt dan wel als een verkoop als going concern.

121 “Article 13(1): A liquidation value shall be determined by the judicial or administrative authority where a restructuring plan is challenged on the grounds of an alleged breach of the best interest of creditors test.”

122 Considerans 27, Concept Restructuring Directive: “The ‘best interest of creditors’ test makes it possible to ensure that no dissenting creditor is worse off under the restructuring plan than they would be in the case of liquidation, whether that means piecemeal liquidation or sale of the business as a going concern. That test should be applied in any case where a plan needs to be confirmed in order to be binding over dissenting creditors or, as the case may be, dissenting classes of creditors.”

123 In de Nederlandse vertaling van de Concept Restructuring Directive is “de regel van absolute voorrang” vertaald als: “de regel op grond waarvan een niet-instemmende categorie crediteuren volledig moet worden voldaan voordat een ondergeschikte categorie recht heeft op enige verdeling of aanspraak kan maken op enig belang in het kader van het herstructureringsplan;”

124 Considerans 28, Concept Restructuring Directive.

daarmee instemmen.<sup>125</sup> Voor de homologatie van een akkoord waarmee niet elke klasse heeft ingestemd (een cross class cram down ex art. 9 lid 6 jo. art. 11 van de Concept Restructuring Directive)<sup>126</sup> geldt dat de absolute priority rule moet worden toegepast op grond van de *“enterprise valuation which, as opposed to the going-concern liquidation valuation of the enterprise, looks at the value of the debtor’s business in the longer term.”*<sup>127</sup>

### 5.6.3 Conclusie – Concept Restructuring Directive en waarderingsvragen

In de Concept Restructuring Directive wordt de best interest of creditors test voorgeschreven voor de bescherming van de rechten van de individuele vermogensverschaffer. De individuele vermogensverschaffer mag onder het akkoord niet slechter af zijn dan in het scenario van faillissement, met dien verstande dat de vereffening van het vermogen van de vennootschap in dat geval een (gezamenlijke) verkoop van activa going concern of een losse verkoop van activa kan inhouden.

Net zoals ik heb opgemerkt over WCO II, meen ik dat slechts uitgaan van het scenario van vereffening van het vermogen in faillissement – mogelijkerwijs – geen recht doet aan de financiële status of toestand van de

---

125 “Article 13(2): An enterprise value shall be determined by the judicial or administrative authority on the basis of the value of the enterprise as a going concern in the following cases: (a) where a cross-class cram-down application is necessary for the adoption of the restructuring plan; (b) where a restructuring plan is challenged on the grounds of an alleged breach of the absolute priority rule.”

126 Met Tollenaar ben ik het eens dat art. 11 lid 1 onder (b) van de Concept Restructuring Directive lijkt weer te geven dat (voorts) ten minste één klasse met het akkoord moet hebben ingestemd die niet mag bestaan uit een klasse van aandeelhouders of uit een andere klasse die op basis van de “waardebepaling van de onderneming” en de verdelingsregels in insolventie geen economisch belang meer heeft. Vgl. N.W.A. Tollenaar, ‘Preventieve herstructureringsmiddelen volgens het richtlijnvoorstel van de Europese Commissie van 22 november 2016’, FIP 2017/169.

127 Considerans 30, Concept Restructuring Directive: “(...) where the plan is confirmed through a cross-class cram-down mechanism, the absolute priority rule should be applied by reference to the enterprise valuation which, as opposed to the going-concern liquidation valuation of the enterprise, looks at the value of the debtor’s business in the longer term. (...)”



onderneming en daarmee het belang van een individuele vermogensverschaffer. Het pre-insolventieakkoord kan namelijk te allen tijden worden aangeboden; er geldt geen noodzaakcriterium. Art. 10 lid 3 schrijft slechts de verwachte haalbaarheid van een plan voor, maar dat betreft geen noodzaakcriterium. Verschillende scenario's zijn echter denkbaar: een verkoop, break-up óf liquidatie van de onderneming. Omdat de financiële status van de onderneming door de rechter niet wordt getoetst (en de status van (pre-)insolventie dus niet noodzakelijkerwijs is bereikt), acht ik de bescherming van een individuele vermogensverschaffer op grond van de waarde bij vereffening van het vermogen in faillissement te beperkt.<sup>128</sup>

Daarnaast schrijft de Concept Restructuring Directive voor de bescherming van een tegenstemmende klasse vermogensverschaffers de absolute priority rule voor. De daarvoor vereiste belangenafweging dient plaats te vinden op basis van een *“enterprise valuation which (...) looks at the value of the debtor's business in the longer term”*. Er kan wellicht getwijfeld worden of met de voornoemde going concern enterprise valuation de reorganisatiewaarde wordt bedoeld.<sup>129</sup> Maar volgens mij wordt met de going concern enterprise valuation inderdaad de reorganisatiewaarde bedoeld. Het lijkt namelijk logisch dat de Concept Restructuring Directive aansluit bij de in praktijk meest gehanteerde waarderingsmethode, de DCF-methode. Deze methode is *“forward looking”* en houdt rekening met een prognose van de kasstromen voor een bepaalde *“forecasting period”* en een *“continuing value”*. Nadrukkelijk wordt dus rekening gehouden met de onderneming, de *“business”*, over een langere horizon, de genoemde *“longer term”*.

## 5.7 WHOA en relevante waarderingsvragen

### 5.7.1 Inleiding WHOA-voorstel

Naar aanleiding van de reacties op de eerder gehouden consultatie ten aanzien van het WCO II-voorstel zijn de conceptwetstekst en de Concept MvT WCO II bijgewerkt en is besloten deze stukken eind 2017 opnieuw ter consultatie voor te leggen.<sup>130</sup> Hoewel het Ministerie van Veiligheid en

---

<sup>128</sup> Vgl. § 5.5.4.

<sup>129</sup> Vgl. N.W.A. Tollenaar, 'Preventieve herstructureringsmiddelen volgens het richtlijnvoorstel van de Europese Commissie van 22 november 2016', *FIP* 2017/169, § 2.7.

Justitie in het Wetgevingsprogramma herijking faillissementsrecht sinds 2013 spreekt over de verschillende wetten continuïteit ondernemingen (I, II en III),<sup>131</sup> is de naam WCO II in het WHOA-voorstel losgelaten. Hiermee is in ieder geval tegemoet gekomen aan de wens van Tollenaar om de naam van het WCO II-voorstel te wijzigen. Hij heeft onder andere betoogd dat een zelfstandig dwangakkoord niet tot doel zou moeten hebben de continuïteit van de onderneming te waarborgen, maar slechts zou moeten beogen schuldeisers een alternatieve wijze van verhaalsuitoefening te bieden. Op grond hiervan concludeerde hij dat het WCO II-voorstel met “continuïteit” in de naam een ongelukkige verwijzing heeft.<sup>132</sup> Hetzelfde kan inmiddels worden gezegd van WCO I.<sup>133</sup>

Het WHOA-voorstel maakt nog steeds onderdeel uit van het Wetgevingsprogramma herijking faillissementsrecht en is nog steeds onderdeel van de tweede pijler: de versterking van het reorganiserend vermogen van bedrijven.<sup>134</sup> Het WHOA-voorstel is dan ook niets anders dan een aanpassing van het WCO II-voorstel zoals dat in 2014 ter consultatie is gepubliceerd. Het ministerie heeft er dus niet voor gekozen om het gewijzigde voorstel direct aan de Raad van State te sturen,<sup>135</sup> maar heeft het WHOA-voorstel eerst ter consultatie voorgelegd aan het publiek.

Net zoals het WCO II-voorstel ziet het WHOA-voorstel op de invoering van een pre-insolventieakkoord.<sup>136</sup> De opbouw van het WHOA-voorstel is als volgt: algemene bepalingen, aanbieding en stemming over een akkoord, de homologatie van een akkoord en de gevolgen van de homologatie van het

130 Het WHOA-voorstel is te raadplegen via: [www.internetconsultatie.nl/wethomologatie](http://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie).

131 Kamerstukken II, 2013/14, 33 695, nr. 3.

132 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 87.

133 Concl. A-G P. Mengozzi, 29 maart 2017, zaak C-126/16 (FNV/Smallsteps B.V.), § 77 en voetnoot 35. Vgl. N.W.A. Tollenaar, ‘De implicaties van Estro voor de pre-pack en WCO I’, *TvI* 2018/6, § 4.

134 Concept MvT WHOA, p. 1.

135 Dit was aangekondigd in de kamerbrief van minister S.A. Blok, ‘Voortgangsrapportage Wetgevingsprogramma Herijking Faillissementsrecht d.d. 27 februari 2017, Kamerstukken II, 2016/17, 33 695, nr. 14, p. 2.

136 Concept MvT WHOA, p. 1: “[Het WHOA-voorstel] ziet op een regeling in de Faillissementswet op basis waarvan de rechtbank een onderhands akkoord tussen een onderneming en zijn schuldeisers en aandeelhouders betreffende de sanering en herstructurering van schulden kan goedkeuren (homologeren) als daarmee het faillissement van de schuldenaar kan worden voorkomen.”

akkoord. Ter invoering van het WHOA-voorstel zou na art. 368 Fw een nieuwe afdeling worden ingevoerd: de ‘tweede afdeling – homologatie van een onderhands akkoord’. Ter toelichting op het WHOA-voorstel is een concept memorie van toelichting gepubliceerd (de “**Concept MvT WHOA**”).

De opbouw van het WHOA-voorstel lijkt wat betreft structuur veel op het WCO II-voorstel. De rechterlijke competentie komt (in eerste instantie) bij de rechtbank te liggen.<sup>137</sup> Hiermee is vooralsnog geen gehoor gegeven aan de roep om de behandeling van akkoorden onder te brengen en te concentreren bij de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam.<sup>138</sup> In deze paragraaf besteed ik verder slechts aandacht aan de voorgestelde wetsbepalingen die zien op waarderingsvragen. Processuele aspecten van het dwangakkoord laat ik buiten beschouwing.

137 Tegen de homologatiebeschikking van de rechtbank, bedoeld in art. 381 lid 1 WHOA-voorstel, staat geen hogere voorziening open, behoudens de mogelijkheid van cassatie in het belang der wet (art. 381 lid 6 WHOA-voorstel). Dit is gerechtvaardigd omdat het akkoord tot stand komt in de klemmende situatie van een dreigende faillietverklaring (art. 370 eerste lid 1 WHOA-voorstel). Om een faillissement nog af te kunnen wenden, zal na de homologatie het akkoord snel uitgevoerd moeten kunnen worden. Dit neemt niet weg dat vragen betreffende de juiste toepassing van de voorgestelde regeling nog steeds via andere weg bij de Hoge Raad terecht zouden kunnen komen. Zo is het mogelijk dat de rechtbank ambtshalve of op verzoek van de schuldenaar, een schuldeiser of een aandeelhouder, prejudiciële vragen stelt aan de Hoge Raad over de wijze waarop een bepaling dient te worden toegepast (art. 392 e.v. van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering). Zie Concept MvT WHOA, p. 11.

138 R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, ‘Herijking faillissementsrecht en het informeel akkoord: gemiste kans of opportunity voor een Nederlandse scheme of arrangement’, *TvI* 2013/2; R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, ‘Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV’, *TvI* 2013/20; R.D. Vriesendorp, *Het buitengerechtelijk akkoord*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht. Uitgeverij Paris, 2014, § 4.3. en M.L. Lennarts, ‘De WCO II: solide basis voor herstructureren of voer voor litigation?’ in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015*, p. 284. Zie over het belang van een gespecialiseerde insolventierechtbank ook S. Madaus, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, NACIL Reports 2012, p. 18 en S. Paterson, *Bargain in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory Standards*, (2014) 14(2) *Journal of Corporate Law Studies* 337 342 die concludeert dat de gewone rechter onvoldoende geëquipeerd is om de waarderingsdiscussie te beslechten en voorstelt dat de administrator als een “valuation ombudsman” de waardering vaststelt. Zie voor dit alles: N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 247-248.

Zoals toegelicht in paragraaf 3.4 wordt bij een pre-insolventieakkoord de vermogensstructuur gewijzigd. Als de vermogensstructuur wordt genormaliseerd, dalen de vermogenskosten. Daarnaast zal de met een herstructurering aangepaste businesscase leiden tot een verbetering van de geprognosticeerde kasstromen. Dit leidt tot een hogere ondernemingswaarde: de reorganisatiewaarde. Vandaar dat de reorganisatiewaarde hoger is dan de ondernemingswaarde voorafgaand aan de financiële herstructurering. De vaststelling van de reorganisatiewaarde vindt plaats op grond van een waarderingsanalyse.<sup>139</sup>

Zoals weergegeven in paragraaf 5.5 worden de belangen van de vermogensverschaffers in een tegenstemmende klasse onder het WCO II-voorstel gewaarborgd door een toets van vermogensvergelijking die gebaseerd is op de waarde bij vereffening van het vermogen in faillissement (art. 373 lid 2 WCO II-voorstel). Op grond van deze maatstaf kan een akkoord gehomologeerd worden als een tegenstemmende klasse de (lage) waarde/opbrengst bij vereffening van het vermogen in faillissement wordt uitgekeerd, terwijl de vermogensverschaffers die de onderneming continueren de (hogere) reorganisatiewaarde toekomt. Dit is een onjuiste maatstaf omdat (i) een klasse met een lagere rang ten koste van een klasse met een hogere rang onder het akkoord waarde kan behouden of ontvangen en (ii) een klasse met een hogere rang onder het akkoord meer waarde kan behouden of ontvangen dan het nominale bedrag van haar vordering.<sup>140</sup>

139 Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.4.2, 4.1.

140 S.W. van den Berg, 'WCO II: de *cram down* beschouwd vanuit waarderingsperspectief', *FIP* 2014/311, § 5 en 7. Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.4.7.2. en 8.9.7, waarin Tollenaar weergeeft dat een tegenstemmende vermogensverschaffer bij een *cram down* van de tegenstemmende klasse waarin deze vermogensverschaffer zich bevindt (onder andere) aanspraak maakt op: een niet-contante uitkering met een waarde die gelijk is aan het aandeel in de reorganisatiewaarde waarop zij op grond van hun rang aanspraak hebben.

Vanwege deze gevolgen heb ik betoogd dat bij de cram down van een tegenstemmende klasse vermogensverschaffers moet worden uitgegaan van de ondernemingswaarde ná de herstructurering: de reorganisatiewaarde.<sup>141</sup> In dit onderdeel toets ik of het WHOA-voorstel, en meer bijzonder de cram down van een tegenstemmende klasse, van deze maatstaf uitgaat.

#### 5.7.2 Concept MvT WHOA-voorstel

In de Concept MvT WHOA wordt uiteengezet dat een pre-insolventieakkoord dient te voldoen aan de volgende voorwaarden:

1. de totstandkoming van het akkoord is noodzakelijk en toereikend om een dreigend faillissement af te wenden;
2. er is tenminste één klasse vermogensverschaffers die het akkoord in (ruime) meerderheid steunt, en
3. het akkoord is redelijk, in de zin dat het gezamenlijke belang van de schuldeisers en aandeelhouders die bij het akkoord worden betrokken erbij gebaat is of er in ieder geval niet op achteruit gaat, wanneer het akkoord tot stand komt, wat tenminste betekent dat:
  - a. de schuldeisers en aandeelhouders op basis van het akkoord niet in een wezenlijk slechtere vermogenspositie komen dan in faillissement, en
  - b. de met het akkoord gemoeide herstructureringslasten, alsmede de waarde die met het akkoord kan worden gerealiseerd (dat wil zeggen de “going concern” waarde van de betrokken onderneming) “eerlijk” onder de klassen van schuldeisers en aandeelhouders worden verdeeld.<sup>142</sup>

---

141 Of een vermogensverschaffer naast de reorganisatiewaarde, als alternatief, de keuze moet hebben om de opbrengst in contanten bij de liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon te ontvangen, is een vraag die buiten het bestek van dit hoofdstuk valt. Dat is een kwestie die ziet op de vraag of de liquidatie of juist de herstructurering van een vennootschap als referentiekader voor het pre-insolventieakkoord heeft te gelden. Zie voor het onderscheid tussen deze twee kaders en de implicaties daarvan N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.4.4 en § 3.4.5.1. Tollenaar gaat uit van het wettelijke liquidatiesysteem als referentiekader, hetgeen – uiteindelijk – de basis vormt voor zijn opvattingen over de betreffende cram down toetsen van een pre-insolventieakkoord.

142 Concept MvT WHOA-voorstel, p. 4.

Deze voorwaarden vormen een goed uitgangspunt. Art. 370 WHOA-voorstel geeft vervolgens concreet weer, en dit is nieuw ten opzichte van het WCO II-voorstel, dat het voor de schuldenaar voorzienbaar moet zijn dat hij met het betalen van zijn opeisbare schulden niet zal kunnen voortgaan. Een noodzaakcriterium wordt geïntroduceerd. Volgens de Concept MvT WHOA houdt deze kernbepaling in dat een onderneming die vanwege een te zware schuldenlast insolvent dreigt te raken, zijn vermogensverschaffers een akkoord kan aanbieden dat voorziet in de wijziging van hun rechten.<sup>143</sup> Het is echter niet noodzakelijk dat de staat van insolventie, of beter gezegd: toestand van insolventie,<sup>144</sup> uitdrukkelijk door de rechter wordt getoetst. De rechtbank zal de homologatie op verzoek van één of meer schuldeisers of aandeelhouders die tegen het akkoord hebben gestemd echter weigeren indien *“de schuldenaar niet bevoegd was om op basis van deze afdeling een akkoord aan te bieden”* (art. 381 lid 3 sub a WHOA-voorstel). Dit betreft een algemene weigeringsgrond die ook geldt als alle klassen van vermogensverschaffers met het akkoord hebben ingestemd.<sup>145</sup>

Onder het WHOA-voorstel is de betrokkenheid van de rechter tot aan het moment waarop een homologatieverzoek wordt ingediend in beginsel beperkt. Er zijn echter scenario's waarin de rechter in een eerder stadium kan worden betrokken. De vaststelling van de bovengenoemde toestand van insolventie is daar één van. Het kan de onderhandelingen over een akkoord bemoeilijken als hierover tot aan de behandeling van het homologatieverzoek onzekerheid blijft bestaan. Daarom krijgt de schuldenaar de mogelijkheid de staat van insolventie al voor de behandeling van een homologatieverzoek door de rechter te laten toetsen (art. 376 lid 1 jo. art. 370 lid 1 WHOA-voorstel). Om te voorkomen dat vermogensverschaffers die in geen geval willen meewerken aan een herstructurering oneigenlijk gebruik

143 Concept MvT WHOA-voorstel, p. 23.

144 Deze staat van insolventie staat namelijk los van de staat van insolventie van art. 2:19 lid 1 sub c BW, die intreedt als op de verificatievergadering geen akkoord is aangeboden, als het akkoord is verworpen of als de homologatie daarvan definitief is geweigerd (art. 173 Fw), alsmede als het akkoord door de rechter wordt ontbonden (art. 167 lid 1 jo. art. 170 Fw). Hiernaast treedt de staat van insolventie in als het faillissement eindigt op grond van een vereenvoudigde afwikkeling (art. 137f Fw).

145 Concept MvT WHOA-voorstel, p. 39.

maken van deze mogelijkheid (om bijvoorbeeld het proces te blokkeren of te vertragen), komt deze bevoegdheid slechts aan de schuldenaar toe.<sup>146</sup> Het bovenstaande komt er dus op neer dat de rechter desgevraagd in een vroeg stadium een insolventietoets dient te verrichten.<sup>147</sup>

Een andere algemene weigeringsgrond die al in een vroeg stadium kan worden getoetst is of summierlijk is gebleken dat de individuele vermogensverschaffers op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een aanmerkelijk lagere waarde hebben dan de betaling die zij naar verwachting ontvangen bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement (art. 381 lid 3 sub d jo. art. 376 lid 1 sub f WHOA-voorstel). Deze best interest of creditors test, die in letterlijke bewoordingen ontbrak in het WCO II-voorstel,<sup>148</sup> is in de Concept MvT WHOA als volgt toegevoegd. De homologatie, waardoor ook tegenstemmende schuldeisers en aandeelhouders aan het akkoord worden gebonden, dient gerechtvaardigd en redelijk te zijn. Wanneer in iedere klasse een meerderheid van de stemmende vermogensverschaffers zich voor het akkoord heeft uitgesproken, moet de rechter er in principe van uit kunnen gaan dat het akkoord voldoet aan die voorwaarde. Dit neemt niet weg dat er (in een voorstemmende klasse) toch individuele vermogensverschaffers kunnen zijn die

146 Concept MvT WHOA-voorstel, p. 12: "Besluit de schuldenaar om de vraag niet eerder in het proces aan de rechter voor te leggen, dan behouden de schuldeisers of aandeelhouders de mogelijkheid om hun bezwaren alsnog aan de orde te stellen in het kader van de behandeling van het homologatieverzoek (art. 380 lid 3 en art. 381 lid 1 WHOA-voorstel). Andersom geldt dat als de schuldenaar de bezwaren wel al in een eerder stadium aan de rechter heeft voorgelegd en deze zich daar vervolgens over heeft uitgesproken, die uitspraak beschouwd moet worden als een bindende eindbeslissing die gezag van gewijsde heeft. Voor een dergelijke beslissing geldt de regel dat daarvan in dezelfde instantie niet meer kan worden teruggekomen, tenzij er sprake is van bijzondere omstandigheden die het onaanvaardbaar zouden maken dat de rechter aan de eindbeslissing in kwestie zou zijn gebonden. Dit laatste kan met name het geval zijn als sprake is van een evidente feitelijke of juridische misslag van de rechter of indien de desbetreffende beslissing blijkt te berusten op een, niet aan de belanghebbende partij toe te rekenen, onjuiste feitelijke grondslag (HR 25 april 2008, NJ 2008/553). Als de rechter al eerder heeft beslist dat voldaan is aan de voor de homologatie vereiste procedurele randvoorwaarden, dan heeft het geen zin voor een schuldeiser of aandeelhouder om verweer te voeren tegen de homologatie van het akkoord met als enkele grond dat hij dit opnieuw in twijfel trekt."

147 Concept MvT WHOA-voorstel, p. 33.

148 R.J. van Galen, 'De surseance als echte reorganisatieprocedure', *Tvl* 2015/23, § 7.

tegenstemmen. Zij moeten door het akkoord niet gedwongen in een slechtere vermogenspositie komen dan in faillissement. Het feit dat zij een minderheidsoordeel vertegenwoordigen, rechtvaardigt volgens de Concept MvT WHOA (en mijns inziens terecht) dat de rechter dit bezwaar dan summierlijk toetst.<sup>149</sup>

Net zoals onder het WCO II-voorstel (maar in tegenstelling tot de Concept Restructuring Directive) hebben de schuldeisers onder het WHOA-voorstel de bevoegdheid om een akkoord aan te bieden, namelijk indien redelijkerwijs aannemelijk is dat een schuldenaar niet met het betalen van zijn schulden kan voortgaan. In dat geval kan de schuldeiser de schuldenaar schriftelijk verzoeken over te gaan tot het aanbieden van een akkoord als bedoeld in art. 370 WHOA-voorstel. Als de schuldenaar vervolgens niet binnen een week meedeelt dat hij hiertoe zal overgaan of hij die mededeling wel doet, maar er nadien een maand is verstreken en er nog geen akkoord is aangeboden waarvan redelijkerwijs verwacht mag worden dat de rechtbank dat zal homologeren als bedoeld in art. 381 WHOA-voorstel, kan de rechtbank op verzoek van de schuldeiser een deskundige aanwijzen die met uitsluiting van de schuldenaar een akkoord kan aanbieden (art. 371 lid 1 WHOA-voorstel).

De inschakeling van een onafhankelijke deskundige (die idealiter gedegen kennis van het (faillissements)recht heeft en een sterke financieel-economische achtergrond), of twee deskundigen (zoals bij omvangrijke complexe faillissementen ook wel gebeurt), lijkt mij een goede zaak. Door inschakeling van een onafhankelijke derde wordt enige neutraliteit gewaarborgd. In de WHOA kan de regeling nog wel iets meer worden toegelicht of uitgewerkt.<sup>150</sup> Het is echter ook de vraag of het voor een crediteur mogelijk is om te onderbouwen dat van het aangeboden akkoord niet “redelijkerwijs verwacht mag worden dat de rechtbank dat zal homologeren als bedoeld in artikel 381 WHOA-voorstel”. Een individuele schuldeiser zal niet vaak in de positie verkeren dat hij over de relevante informatie beschikt om genoemde stelling te onderbouwen. Ook zal het voor een rechter vervolgens moeilijk zijn om hierover een oordeel te vellen.<sup>151</sup> Het is dus de vraag of dit onderdeel van het WHOA-voorstel in zijn huidige vorm goed werkbaar is.<sup>152</sup>

149 Concept MvT WHOA, p. 40.

150 Hiervoor verwijs ik naar de consultatiereactie van de Nederlandse orde van advocaten (NOvA) van 1 december 2017, p. 3.

151 Vgl. Consultatiereactie van PricewaterhouseCoopers Advisory N.V. van 30 november 2017, § 3.2.



De in art. 371 lid 1 WHOA-voorstel geboden mogelijkheid voor schuldeisers om de rechtbank te vragen een deskundige aan te stellen die een akkoordprocedure in gang kan zetten, is er op basis van het tweede lid ook wanneer de schuldenaar een poging heeft gedaan om een akkoord tot stand te brengen, maar dit hem uiteindelijk niet is gelukt omdat geen enkele klasse met het door hem voorgestelde akkoord heeft ingestemd of de rechtbank de homologatie van het akkoord heeft geweigerd. Deze bepaling is enerzijds bedoeld als stimulans voor de schuldenaar; besluit hij zelf een akkoordprocedure in gang te zetten, dan wordt van hem verwacht dat hij daartoe een serieuze poging doet. Anderzijds geldt deze bepaling als vangnet. Mocht een serieuze poging van de schuldenaar onverhoopt toch stranden, dan kunnen de schuldeisers dit herstellen door ervoor te zorgen dat er een deskundige wordt ingeschakeld die een aangepast akkoord kan aanbieden dat wel voldoende gesteund wordt.<sup>153</sup>

Bij het aanbieden van het akkoord geldt dat het WHOA-voorstel wat betreft de over te leggen waarderingsrapporten aanzienlijk concreter is dan het WCO II-voorstel. Art. 374 lid 1 sub c WHOA-voorstel bepaalt dat de waardering inzicht moet geven in, ten eerste, “de te verwachten waarde van de activa en de activiteiten van de schuldenaar indien het akkoord tot stand komt” en, ten tweede, “de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement”. Ondanks dat de Concept MvT WHOA hier in de toelichting op art. 374 lid 1 sub c WHOA-voorstel niet expliciet op ingaat, volgt uit andere onderdelen van de Concept MvT WHOA dat het hier gaat om respectievelijk een waarderingsrapport op grond van de reorganisatiewaarde en de liquidatiewaarde bij liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon. Het akkoord wordt volgens de Concept MvT WHOA “redelijk” geacht als de “going concern” waarde van de betrokken onderneming, dat wil zeggen “de waarde die met het akkoord kan worden gerealiseerd”, eerlijk onder de klassen van vermogensverschaffers wordt verdeeld.<sup>154</sup> Hieruit volgt dat de going concern waarde de reorganisatiewaarde betreft, dus de going concern ondernemingswaarde op

---

152 Vgl. Consultatiereactie van INSOLAD van 24 november 2017, § 16-18.

153 Concept MvT WHOA, p. 27.

154 Concept MvT WHOA, p. 4, 11, 29.

basis van een gewijzigde vermogensstructuur en een aangepaste businesscase (resultierend in een verbetering van de geprognosticeerde kasstromen).<sup>155</sup>

Naast de (al dan niet verzochte) toetsing van de financiële status van de onderneming (art. 381 lid 3 sub a jo. art. 370 lid 1 WHOA-voorstel) en de best interest of creditors test (art. 381 lid 3 sub d WHOA-voorstel) zijn aanvullende weigeringsgronden opgenomen in art. 381 lid 4 WHOA-voorstel. Deze gronden spelen – uitsluitend – een rol wanneer niet alle klassen met het akkoord hebben ingestemd. Op basis van deze gronden zal de rechtbank de homologatie moeten weigeren als dit ertoe zou leiden dat tegenstemmende klassen niet conform hun rang in de reorganisatiewaarde kunnen delen.<sup>156</sup> In het WCO II-voorstel was geen absolute priority rule opgenomen. In het WHOA-voorstel wel. Bij de toelichting op de aanvullende weigeringsgronden wordt expliciet naar Chapter 11 verwezen. De volgende testen zijn opgenomen:

- de “absolute priority rule”, zoals verwoord in art. 381 lid 4 onderdeel a WHOA-voorstel;<sup>157</sup>

155 Zoals weergegeven in § 3.4. wordt de reorganisatiewaarde vanuit juridisch perspectief ook aangemerkt als de waarde die is te realiseren met een gecontroleerde liquidatie buiten faillissement.

156 Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.4.7.2 en § 8.9.7, waarin Tollenaar weergeeft dat een tegenstemmende vermogensverschaffer bij een cram down van een tegenstemmende klasse (onder andere) aanspraak maakt op: een niet-contante uitkering met een waarde die gelijk is aan het aandeel in de reorganisatiewaarde waarop zij op grond van hun rang aanspraak hebben.

157 Art. 381 lid 4 onderdeel a WHOA-voorstel: “De rechtbank zal de homologatie van een akkoord waarmee niet alle klassen hebben ingestemd, weigeren indien daartoe een verzoek wordt ingediend door één of meer schuldeisers of aandeelhouders die zelf tegen het akkoord hebben gestemd en zijn ingedeeld in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd en bestaat uit: a. schuldeisers of aandeelhouders die op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een lagere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen of het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld, terwijl er één of meer andere klassen zijn van schuldeisers of aandeelhouders met een lagere rang die op basis van het akkoord rechten krijgen of behouden, tenzij de verkrijging van deze rechten een marktconforme tegenprestatie vormt voor de verschaffing van een krediet in de vorm van een geldlening of van nieuw kapitaal door de laatst genoemde schuldeisers of aandeelhouders.”

- de “not more than 100%-rule”, zoals verwoord in art. 381 lid 4 onderdeel b WHOA-voorstel;<sup>158</sup> en
- de “no unfair discrimination-test”, zoals verwoord in art. 381 lid 4 onderdelen c en d WHOA-voorstel.<sup>159</sup>

Ik begrijp de gronden uit art. 381 lid 4 onderdeel a WHOA-voorstel zo dat de rechter toetst of een klasse met een lagere rang dan de tegenstemmende klasse die niet volledig wordt voldaan, op grond van het akkoord vermogenstitels wordt toegekend in de geherstructureerde vermogensstructuur.

Art. 381 lid 4 onderdeel b WHOA-voorstel ziet daarnaast op de vraag of een klasse met een hogere rang onder het akkoord meer waarde behoudt of ontvangt dan het bedrag van haar vordering.

Ten opzichte van het WCO II-voorstel is art. 381 lid 4 onderdeel e WHOA-voorstel (ook) nieuw. Hieruit volgt dat schuldeisers die in faillissement aanspraak kunnen maken op een uitkering in geld, slechts kunnen worden gedwongen om genoeg te nemen met een uitkering op basis van het akkoord in een andere vorm, als de klasse waartoe zij behoren daarmee in meerderheid heeft ingestemd. Schuldeisers in een *tegenstemmende* klasse,

---

158 Art. 381 lid 4 onderdeel b WHOA-voorstel: “(...) b. schuldeisers of aandeelhouders die op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een lagere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen of het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld, terwijl er één of meer andere klassen zijn van schuldeisers of aandeelhouders met een hogere rang die op basis van het akkoord rechten krijgen die een hogere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen of het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld.”

159 Art. 381 lid 4 onderdelen c en d WHOA-voorstel: “(...) c. schuldeisers of aandeelhouders die op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een lagere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen of het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld, terwijl er één of meer andere klassen zijn van schuldeisers of aandeelhouders met een hogere rang die op basis van het akkoord rechten krijgen die een hogere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen of het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld; (...) d. schuldeisers of aandeelhouders van wie de rechten op basis van het akkoord gewijzigd worden, terwijl er andere schuldeisers of aandeelhouders zijn met een gelijke of lagere rang die zonder redelijke grond buiten het akkoord blijven.”

die op grond van het akkoord geen aanspraak kunnen maken op een uitkering in geld, moeten hiertoe dus niet gedwongen kunnen worden.<sup>160</sup> Zij moeten aanspraak kunnen maken op een uitkering in geld. Deze “cash optie” is gunstig voor schuldeisers die kunnen aantonen dat zij in faillissement naar alle waarschijnlijkheid een bepaalde uitkering in contanten (zouden) kunnen ontvangen. Volgens de Concept MvT WHOA-voorstel moet hierbij vooral worden gedacht aan vermogensverschaffers met een zekerheidsrecht (zoals banken):

*“Mocht het akkoord voorzien in een “debt for equity swap” waarbij de verstrekte financiering of een deel daarvan wordt omgezet in eigen vermogen, dan betekent dit feitelijk dat de financier gedwongen wordt om door te blijven financieren in de onderneming. In faillissement zou die financiering eindigen en zou de financier het verkregen onderpand te gelde kunnen maken. Met die opbrengst zou hij een andere in zijn ogen wellicht interessantere financieringsovereenkomst kunnen aangaan. Mocht in de klasse van financiers in ruime meerderheid voor het akkoord hebben gestemd, dan mag de rechter ervan uitgaan dat de “debt for equity swap” in de gegeven omstandigheden een redelijk voorstel is.”*

Tegen deze behandeling van de betreffende klasse zijn verschillende argumenten voor (anders kan een vermogensverschaffers gedwongen worden door te financieren)<sup>161</sup> en tegen te bedenken (herfinancieringsprobleem voor de schuldenaar (hoe komt de schuldenaar aan de benodigde financiële middelen?), hoe vast te stellen hoeveel een schuldeiser in faillissement zou krijgen?, als gevolg van voornoemde vragen ontstane *holdout*-positie van

160 Art. 381 lid 4 onderdeel e WHOA-voorstel: “De rechtbank zal de homologatie van een akkoord waarmee niet alle klassen hebben ingestemd, weigeren indien daartoe een verzoek wordt ingediend door één of meer schuldeisers of aandeelhouders die zelf tegen het akkoord hebben gestemd en zijn ingedeeld in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd en bestaat uit: (...) e. schuldeisers die op basis van het akkoord geen aanspraak kunnen maken op een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat zij bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement naar verwachting aan betaling in geld zouden ontvangen.” Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.4.7. Deze voorwaarde wordt in consultatiereacties wisselend positief ontvangen. Ik volsta met een verwijzing naar bijv. de consultatiereactie van Clifford Chance, p. 5; De Brauw Blackstone Westbroek van 30 november 2017, § 2.2.13-2.2.17; NautaDutilh van 29 november 2017; Houthoff van 29 november 2017, p. 12; Nederlandse Vereniging van Banken van 29 november 2017, p. 9.

161 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 68.

deze betreffende klasse, etc.).<sup>162</sup> In dit verband speelt vanuit waarderingsperspectief de liquidatiewaarde in geval van faillissement (en de vereffening van het vermogen van de schuldenaar) een doorslaggevende rol. Op grond van die waardering kan immers inzichtelijk worden gemaakt of zij in faillissement naar alle waarschijnlijkheid een bepaalde uitkering in contanten (zouden) kunnen ontvangen.

### 5.7.3 Conclusie – WHOA en waarderingsvragen

Art. 374 lid 1 sub c WHOA-voorstel bepaalt dat de bij een akkoord over te leggen informatie inzicht geeft in twee waarderungen:

- (i) *“de te verwachten waarde van de activa en de activiteiten van de schuldenaar indien het akkoord tot stand komt”* (de reorganisatiewaarde); en
- (ii) *“de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement”* (de liquidatiewaarde vanuit juridisch perspectief).

Zoals toegelicht in paragraaf 3.3 ziet de liquidatiewaarde vanuit juridisch perspectief op de te realiseren waarde bij vereffening van het vermogen van de schuldenaar. Het vermogen, of ondernemingsvermogen, omvat alle goederen van de schuldenaar en de vereffening kan vanuit juridisch perspectief zowel inhouden dat de onderneming (al dan niet gedeeltelijk) wordt beëindigd en onderdelen piece meal worden verkocht (economische liquidatiewaarde) als dat de onderneming wordt verkocht (going concern basis).

De best interest of creditors test houdt onder het WHOA-voorstel in dat de opbrengst voor de vermogensverschaffer onder het akkoord wordt vergeleken met de opbrengst die voor de betreffende vermogensverschaffer naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement. Dit is in lijn met het gegeven dat onder het WHOA-voorstel de financiële noodzakelijkheid van het akkoord kan worden getoetst (art. 381 lid 3 sub a jo. art. 370 lid 1 WHOA-voorstel). Deze concrete rechtsbescherming ontbrak in het WCO II-voorstel, althans leidde tot mogelijke rechtsonzekerheid.<sup>163</sup>

162 Zie onder meer de Consultatiereactie van De Brauw Blackstone Westbroek van 30 november 2017, § 2.2.13-2.2.17.

163 Vgl. A.M. Mennens en P.M. Veder, ‘Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie’, *NTBR* 2015/2, p. 17; G. te Winkel, ‘WCO II en de positie van de

Voorts zijn de weigeringsgronden aangepast die – uitsluitend – een rol spelen wanneer niet alle klassen met het akkoord hebben ingestemd (art. 381 lid 4 WHOA-voorstel). In tegenstelling tot het WCO II-voorstel, bevat het WHOA-voorstel in art. 381 lid 4 homologatievoorwaarden die ertoe strekken dat tegenstemmende klassen vermogensverschaffers onder het pre-insolventieakkoord overeenkomstig hun rang aanspraak maken op de met het akkoord gerealiseerde waarde: de reorganisatiewaarde. Afgezien van de formulering van deze voorwaarden is het WHOA-voorstel daarmee evenwichtiger vormgegeven dan het WCO II-voorstel en biedt het de tegen een dwangakkoord stemmende vermogensverschaffers meer rechtsbescherming.

De onderdelen van art. 381 lid 4 van het WHOA-voorstel zijn wellicht wat omslachtig geformuleerd (*“waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld”*) en het is de vraag of dit niet eenvoudiger kan,<sup>164</sup> maar de homologatievoorwaarden voorzien wel in remedies tegen de door mij in paragraaf 5.5 weergegeven gevolgen van het WCO II-voorstel. Deze wijzigingen zijn een verbetering ten opzichte van de in het WCO II-voorstel opgenomen voorwaarden.

## 5.8 Samenvatting en conclusie

### 5.8.1 Financiële herstructurerings- en waarderingenvragen

In dit hoofdstuk is uiteengezet dat het effect van een financiële herstructurering op de totale ondernemingswaarde kan worden gemeten aan de hand van twee waarderingen: (1) de waarde in de situatie zonder financiële herstructurering en (2) de waarde in de situatie nadat de financiële herstructurering heeft plaatsgevonden: de reorganisatiewaarde. Als blijkt dat de huidige ondernemingswaarde hoger is dan de reorganisatiewaarde, is er geen economische noodzaak tot het doorvoeren van een financiële herstructurering.

---

aandeelhouders’, in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2015-2016*; R.D. Vriesendorp in *Preadvies van de Vereniging Handelsrecht, 2014. Wet continuïteit ondernemingen (delen I en II)*, p. 106, voetnoot 96; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 10.15.2.

164 Vgl. Consultatiereactie van de Nederlandse orde van advocaten (NOvA) van 1 december 2017, p. 14; Consultatiereactie van INSOLAD van 24 november 2017, p. 18.

De waarde zonder financiële herstructurering is afhankelijk van het toekomstperspectief van de betreffende onderneming, zonder financiële herstructurering, en de omstandigheden van het geval. Om in een situatie zonder herstructurering de totale ondernemingswaarde te schatten, maak ik onderscheid tussen de volgende scenario's:

- (i) een (gedeeltelijke) verkoop of break-up waarbij verschillende onderdelen of *business units* going concern worden verkocht en andere onderdelen in de huidige vennootschap worden voortgezet, of
- (ii) een piecemeal verkoop van afzonderlijke activa na beëindiging van de onderneming(en), te weten de liquidatie van de onderneming (geen going concern scenario).<sup>165</sup>

Niets doen leidt tot faillissement (waarin het vermogen van de rechtspersoon vereffend wordt), zo is de gedachte. Deze opvatting is slechts juist als vaststaat (of op verzoek kan worden vastgesteld) dat de vennootschap op insolventie afstevent, oftewel dat de financiële noodzaak bestaat om over te gaan tot een financiële herstructurering.

Een financiële herstructurering leidt tot een gewijzigde vermogensstructuur en daarmee tot een aangepaste verdeling van de aanspraak op de ondernemingswaarde. Vanwege een verbeterd toekomstperspectief van de onderneming en een verlaagde vermogenskostenvoet, leidt een financiële herstructurering tot een hogere ondernemingswaarde.<sup>166</sup> Deze hogere ondernemingswaarde is de reorganisatiewaarde: de ondernemingswaarde gebaseerd op een *business case* van de geherstructureerde vennootschap en de daarmee verbonden onderneming(en).<sup>167</sup>

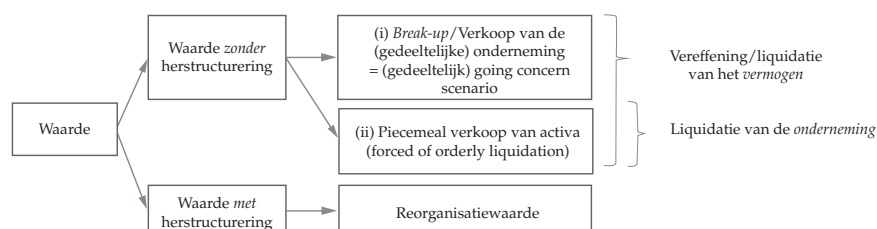
---

165 In § 3.3 is uiteengezet dat waarderingsdeskundigen onder de liquidatiewaarde slechts de opbrengst bij een piecemeal verkoop verstaan. Juristen achten de liquidatiewaarde daarentegen de hoogste waarde bij vereffening van het (ondernemings)vermogen.

166 Bij een onderneming in financiële moeilijkheden is de vermogenskostenvoet (de WACC) hoger vanwege de zogenoemde *distress premium*. De distress premium ziet zowel op verhoging van de kosten van eigen als van vreemd vermogen. Een hogere WACC leidt tot een lagere ondernemingswaarde (de disconteringsvoet is namelijk gestegen) en *vice versa*.

167 Zie § 3.4.

Voor het inzicht in de gevolgen van een financiële herstructurering voor de gezamenlijke vermogensverschaffers zijn de bovengenoemde waarderungen samengevat als volgt:



Figuur 5 Bepalen van de waarde in scenario's zonder en met herstructurering

Op grond van deze waarderungen kan (slechts) beoordeeld worden of de financiële herstructurering leidt tot toegevoegde waarde voor de gezamenlijke vermogensverschaffers. Met deze twee waarderungen is nog niet inzichtelijk wat de gevolgen zijn voor een individuele vermogensverschaffer. Hiervoor moet de waarde van de individuele positie (oftewel de waarde van de betreffende vermogenstitels) van de vermogensverschaffers mét en zonder financiële herstructurering worden vergeleken.

De reorganisatiewaarde wordt op een bepaalde wijze aan de vermogensverschaffers gealloceerd. Een onderdeel van die verdeling, oftewel de nieuwe vermogensstructuur, kan inhouden dat nieuw schuld papier wordt uitgegeven. Als aan een schuldeiser op grond van het akkoord nieuw schuld papier wordt toegekend, moet worden vastgesteld welke vergoeding (rentekosten) van toepassing zijn. Naast het bepalen van de reorganisatiewaarde is ook de waardering van vermogenstitels een complexe aangelegenheid.<sup>168</sup>

168 Ik verwijs naar § 5.2.2 en de literatuur, waaronder: A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., 2012, 3<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 33 (*Bond valuation*); M. Livingston, *Bonds and bond derivatives*, Blackwell Publishing, 2005, 2<sup>e</sup> druk; R.A. Brealey e.a., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill 2011, 10<sup>e</sup> druk, hoofdstuk 3 (*Valuing bonds*).



Aan de hand van deze analyse heb ik onderzocht welke rol de waardering in Chapter 11, de Scheme, het WCO II-voorstel, de Concept Restructuring Directive en het WHOA-voorstel speelt.

### 5.8.2 Chapter 11

In Chapter 11 voorziet de *best interest of creditors' test* in een waarborg voor individuele vermogensverschaffers. Hiervoor wordt de onder het akkoord te ontvangen waarde vergeleken met de opbrengst voor de betreffende vermogensverschaffer bij liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon. Voor de situatie zonder financiële herstructurering wordt dus uitgegaan van het scenario van liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon – en niet van de liquidatiewaarde van de onderneming. Onder Chapter 11 geldt de veronderstelling dat een reorganisatieplan slechts wordt doorgevoerd als daar financiële aanleiding toe is. De aanspraak van individuele tegenstemmende vermogensverschaffers op de liquidatiewaarde van het vermogen van de rechtspersoon geldt ook bij een akkoord waarmee alle klassen instemmen.

Naast deze individuele bescherming geldt voor een tegenstemmende klasse onder andere dat het akkoord *fair and equitable* is en daarom niet in strijd met de *absolute priority rule*. Dit houdt in dat een tegenstemmende klasse overeenkomstig haar rang dient te delen in de reorganisatiewaarde. De reorganisatiewaarde wordt berekend op grond van de waarde na implementatie van de financiële herstructurering en wordt gehanteerd voor de vraag of het akkoord, ondanks een tegenstemmende klasse vermogensverschaffers, kan worden gehomologeerd.

Op grond van een vergelijking tussen de totale waarde bij liquidatie van het vermogen van de rechtspersoon en de reorganisatiewaarde kan het effect van de financiële herstructurering voor de gezamenlijke vermogensverschaffers worden beoordeeld. Vervolgens kan met een vergelijking tussen de uitkering onder het akkoord en de (schatting van de) huidige waarde van de positie van de betreffende vermogensverschaffer geanalyseerd worden wat het effect op individueel niveau is.

### 5.8.3 Scheme

Bij een Scheme worden de waarden (1) en (2) niet allebei (direct) inzichtelijk, althans zijn deze waarderingen niet vereist voor het verzoeken om een Scheme. Waardering is bij de Scheme slechts relevant voor de eventuele toetsing door de rechter of een schuldeiser “in” of “out of the money” is en of de voorgestelde Scheme daaraan voorbij gaat.<sup>169</sup> Dit laatste is het geval als door een transfer scheme een onderneming wordt overgedragen die meer waarde vertegenwoordigt dan de hoogte van de vorderingen van de vermogensverschaffers die een belang krijgen in newco (en, voor de duidelijkheid, voorheen een belang hadden in de overdragende vennootschap). De vermogensverschaffers die slechts een belang houden in de oude overdragende vennootschap worden dan benadeeld. Dan kan immers geconcludeerd worden dat een deel van de waarde ten onrechte aan de continuerende vermogensverschaffers toekomt, in plaats van aan de achterblijvende vermogensverschaffers.

In oudere Engelse jurisprudentie (*Re Tea Corporation Ltd* [1904] en *Re My Travel Group plc* [2004] EWHC 2741) werd voor de vraag naar de waarde van de onderneming (en dus de daarvan afgeleide vraag of een schuldeiser “in” of “out of the money” was), op grond van de betreffende specifieke omstandigheden van die gevallen, uitgegaan van de liquidatiewaarde van de onderneming.

In recentere Engelse jurisprudentie (*Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash)* [2009] EWHC 2114) is geoordeeld dat de “*current market value*” de relevante waarde is om te beoordelen of een “in” of “out of the money” is.

Hoewel de Engelse rechter de term reorganisation value niet hanteert, speelt de reorganisatiewaarde (uiteeraard) wel een rol bij de financiële herstructurering onder de Scheme. De vermogensverschaffers die de onderneming continueren zullen deze analyse namelijk zelf hebben uitgevoerd om te zien welk rendement zij kunnen verwachten.

In *Re Bluebrook Ltd* [2009] EWHC 2114 heeft de rechter overwogen dat een waardering die afwijkt van de huidige market value en uitgaat van genormaliseerde of verbeterde marktomstandigheden en een gunstigere

---

<sup>169</sup> G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University press, 2012, p. 144; R. Olivares-Caminal e.a., *Debt Restructuring*, 2011, p. 166.

business case waarop de going concern waardering kan worden gebaseerd, onder omstandigheden ook van belang kan zijn. Deze hogere waarde houdt rekening met een additioneel upside potential dat aan de vermogensverschaffers, die de onderneming blijven financieren, kan toekomen. Dit upside potential houdt dus een extra stijging van de verwachte netto kasstroom in.

#### 5.8.4 WCO II-voorstel

Het WCO II-voorstel is inmiddels opgevolgd door het WHOA-voorstel. Waardering speelt in het WCO II-voorstel een rol bij de homologatie van het akkoord en dan voornamelijk bij art. 373 lid 2 (een verworpen akkoord kan toch gehomologeerd worden als de uitkering die de tot de tegenstemmende klasse behorende vermogensverschaffers ontvangen tenminste gelijk is aan de uitkering die zij zouden ontvangen als de boedel in faillissement zou worden vereffend) en art. 373 lid 3 (homologatie van een akkoord kan worden afgewezen als de belangen van een individuele vermogensverschaffer onevenredig worden geschaad).

Art. 373 lid 2 sub c en d zien slechts op de vermogenspositie van vermogensverschaffers als zij zich bevinden in een bij meerderheid tegenstemmende klasse. Art. 373 lid 2 is afgeleid van de best interest of creditors test maar in Chapter 11 is deze test van toepassing bij alle akkoorden, ook akkoorden die zijn aangenomen. In het WCO II-voorstel ontbreekt deze test als een individuele vermogensverschaffer zich verzet terwijl zijn klasse voorstemt. Voorts is aannemelijk dat als aan de voorwaarde van lid 2 is voldaan, de kans op afwijzing van het akkoord op grond van lid 3 beperkt lijkt.

Daarnaast kan de vermogensvergelijking die in art. 373 lid 2 wordt voorgeschreven afbreuk doen aan de vermogenspositie van de vermogensverschaffers. Deze toets is namelijk gebaseerd op de waarde van het vermogen bij vereffening in faillissement. Omdat met het akkoord de continuïteit van de onderneming wordt nagestreefd, vind ik dit een onjuiste maatstaf en moet voor de cross class cram down – dus bij een tegenstemmende klasse – worden uitgegaan van de (hogere) *going concern* reorganisatiewaarde.

Bij een aangenomen akkoord geldt de toets van art. 373 lid 2 niet. Voor dat geval lijkt art. 373 lid 3 aan individuele tegenstemmende vermogensverschaffers de meeste waarborg te bieden. Dit artikel kan weliswaar zien op de vermogenspositie van individuele vermogensverschaffers maar de open norm van “onevenredige benadeling” is onduidelijk en kan tot rechtsonzekerheid leiden.

De voor art. 373 lid 3 sub a WCO II-voorstel relevante vraag over onevenredige benadeling van individuele vermogensverschaffers kan worden onderbouwd aan de hand van een vermogensvergelijking tussen de uitkering onder het akkoord en de waarde van de vermogenstitel zonder herstructurering. Voor de waarde zonder herstructurering is het de vraag van welk scenario moet worden uitgegaan. Slechts uitgaan van het scenario van vereffening van het vermogen in faillissement doet – mogelijkwerwijs – geen recht aan de financiële status van de onderneming. Het pre-insolventieakkoord kan namelijk te allen tijden worden aangeboden; er geldt immers geen noodzaakcriterium (zie paragraaf 5.5.2).<sup>170</sup> Of de belangen van individuele vermogensverschaffers onevenredig worden geschaad moet per geval worden beoordeeld.

#### 5.8.5 *Concept Restructuring Directive*

Onder de Concept Restructuring Directive wordt de best interest of creditors test voorgeschreven voor de bescherming van de rechten van de individuele vermogensverschaffer. Geen enkele individuele vermogensverschaffer mag onder het akkoord slechter af zijn dan in het scenario van vereffening van het vermogen van de rechtspersoon, met dien verstande dat die liquidatie een losse verkoop van activa of een verkoop going concern kan zijn. Net zoals het WCO II-voorstel, bevat de Concept Restructuring Directive geen noodzaakcriterium. Als de financiële status van de onderneming door de rechter niet wordt getoetst (en de status van (pre-) insolventie dus niet noodzakelijkerwijs is bereikt), acht ik de bescherming van een individuele vermogensverschaffer op grond van de waarde bij vereffening van het vermogen te beperkt. Immers, als de financiële noodzaak

---

170 M.L. Lennarts, ‘De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation?’, in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 284.

niet wordt vastgesteld of kan worden getoetst, dan moet het waarderingsrapport ook de stand alone as is waardering weergeven. Dit kan namelijk ook een scenario zijn voor de situatie zonder financiële herstructurering.

Voor de bescherming van een klasse vermogensverschaffers wordt de absolute priority rule voorgeschreven. De absolute priority rule strekt ertoe dat een tegenstemmende klasse overeenkomstig haar rang deelt in de reorganisatiewaarde. Een afwijking van de wettelijke verdeling van de reorganisatiewaarde is toegelaten, mits de betrokken klassen daarmee instemmen. Voor de homologatie van een akkoord waarmee niet elke klasse heeft ingestemd (een cross cram down ex art. 9 lid 6 jo. art. 11 van de Concept Restructuring Directive) geldt dat de absolute priority rule moet worden toegepast op grond van de *“enterprise valuation which, as opposed to the going-concern liquidation valuation of the enterprise, looks at the value of the debtor’s business in the longer term.”* Hiermee lijkt de reorganisatiewaarde te worden bedoeld, hetgeen mij juist lijkt.

#### 5.8.6 WHOA-voorstel

Tot slot het WHOA-voorstel, hetgeen het WCO II-voorstel heeft opgevolgd. Art. 374 lid 1 sub c WHOA-voorstel bepaalt dat de bij een akkoord over te leggen informatie inzicht geeft in twee waarderungen: (i) *“de te verwachten waarde van de activa en de activiteiten van de schuldenaar indien het akkoord tot stand komt”* (de reorganisatiewaarde) en (ii) *“de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement”*. Voor de best interest of creditors test wordt onder het WHOA-voorstel uitgegaan van de laatstgenoemde waarde. Dit is in lijn met het gegeven dat onder het WHOA-voorstel de financiële noodzakelijkheid van het akkoord kan worden getoetst (art. 381 lid 3 sub a jo. art. 370 lid 1 WHOA-voorstel). Deze concrete rechtsbescherming ontbrak in het WCO II-voorstel, althans leidde tot mogelijke rechtsonzekerheid.

Voorts zijn de weigeringsgronden aangepast die – uitsluitend – een rol spelen wanneer niet alle klassen met het akkoord hebben ingestemd (art. 381 lid 4 WHOA-voorstel). In tegenstelling tot het WCO II-voorstel, bevat het WHOA-voorstel in art. 381 lid 4 WHOA-voorstel homologatievoorwaarden die ertoe strekken dat tegenstemmende klassen vermogensverschaffers onder het pre-insolventieakkoord overeenkomstig hun rang aanspraak

maken op de met het akkoord gerealiseerde waarde: de reorganisatiewaarde. Afgezien van de formulering van deze voorwaarden is het WHOA-voorstel daarmee evenwichtiger vormgegeven dan het WCO II-voorstel en biedt het de tegen een dwangakkoord stemmende vermogensverschaffers meer rechtsbescherming.

#### 5.8.7 Afronding

Waardering speelt in zowel Chapter 11, de Scheme, het WCO II-voorstel, de Concept Restructuring Directive als het WHOA-voorstel een belangrijke rol voor de belangenbescherming van vermogensverschaffers. De manier waarop die bescherming wettelijk is ingekaderd, verschilt in de betreffende stelsels. Om te beoordelen of het akkoord in het belang is van de vermogensverschaffer(s) moeten op grond van de omstandigheden van het geval waarderingsrapporten worden overgelegd. Vervolgens is het aan de rechter om aan de hand van de in de betreffende jurisdictie geldende regels te toetsen of het pre-insolventieakkoord recht doet aan de positie van de betrokken vermogensverschaffers.

Voor de positie van individuele tegenstemmende vermogensverschaffers (in een bij meerderheid voorstemmende klasse vermogensverschaffers) is van doorslaggevend belang wat hun verwachte opbrengst zonder financiële herstructurering is. Als in het rechtstelsel een noodzaakcriterium geldt (en de financiële status van de vennootschap kan worden getoetst) dan is de waarde bij vereffening van de rechtspersoon in faillissement relevant voor de vermogensvergelijking. Als die noodzaak niet wordt vastgesteld of kan worden getoetst, is de kans op onteigening zonder adequate compensatie aanwezig. Zonder financiële noodzaak moet het akkoord niet aan een tegenstemmende vermogensverschaffer worden opgelegd op grond van de toets dat het akkoord meer oplevert dan de opbrengst bij vereffening van de rechtspersoon in faillissement. Zoals weergegeven gaan de meeste stelsels wel uit van die financiële noodzaak en kan voor de opbrengst zonder financiële herstructurering worden uitgegaan van de liquidatiewaarde van de rechtspersoon.

Voor bescherming van een klasse tegenstemmende vermogensverschaffers moet de lat hoger liggen en de vermogensvergelijking gebaseerd zijn op de (hogere) *going concern* reorganisatiewaarde: de ondernemingswaarde gebaseerd op een *business case* van de geherstructureerde vennootschap en de daarmee verbonden onderneming(en). Als de meerderheid van

een klasse niet heeft ingestemd met een bepaald pre-insolventieakkoord dient vast te staan dat iedereen conform rang zijn deel van de reorganisatiewaarde krijgt: de waarde die met de continuïteit van de onderneming (met aangepaste vermogensstructuur) wordt nagestreefd. De reorganisatiewaarde staat daarbij centraal voor de vraag of een klasse met een hogere rang meer waarde ontvangt dan het nominale bedrag van de vordering van die klasse.





## HOOFDSTUK 6

### WAARDEALLOCATIE EN DE ROL VAN OPTIEWAARDE BIJ HERSTRUCTURERINGEN

(Tijdschrift voor Insolventierecht 2015/42)

#### 6.1 Onderzoeksvraag

Deelvraag 3 luidt:

“Welke rol speelt optiewaarde bij een pre-insolventieakkoord?”

#### 6.2 Inleiding

Het WCO II-voorstel, het INSOLAD-voorstel en het WHOA-voorstel zijn geïnspireerd door onder andere het Chapter 11 plan of reorganization van de U.S. Bankruptcy Code. Op 8 december 2014 heeft het American Bankruptcy Institute (“ABI”) echter een rapport gepresenteerd met aanbevelingen voor wijzigingen van Chapter 11: *“Final Report and Recommendations on the Reform of Chapter 11”* (het “ABI-rapport”).<sup>1</sup> Het ABI-rapport heeft geen formele wetgevingsstatus maar geniet wel veel aanzien. In de Nederlandse juridische literatuur zijn de voornaamste aanbevelingen uit het ABI-rapport reeds besproken.<sup>2</sup> In dit hoofdstuk wordt in het kader van de bovengenoemde modernisering van de Nederlandse reorganisatiewetgeving nader ingegaan op slechts één aanbeveling, namelijk de zogenoemde *“redemption option value”*.

De *“mission statement”* van ABI luidt als volgt:

*“In light of the expansion of the use of secured credit, the growth of distressed-debt markets and other externalities that have affected the effectiveness of the current Bankruptcy Code, the Commission will study and propose reforms to Chapter 11 and related statutory provisions that will better balance the goals of effectuating the effective*

---

1 Het ABI-rapport is te raadplegen via: [commission.abi.org/full-report](http://commission.abi.org/full-report).

2 Zie: B. Wessels en R. de Weijs, ‘Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code’, *Ondernemingsrecht* 2015/37.

*reorganization of business debtors – with the attendant preservation and expansion of jobs – and the maximization and realization of asset values for all creditors and stakeholders.”<sup>3</sup> [onderstreping SvdB]*

ABI licht toe dat ondernemingen tegenwoordig met meer (gesecureerd) vreemd vermogen zijn gefinancierd. Hierdoor “breekt de waarde”<sup>4</sup> van een onderneming in financiële moeilijkheden vaak in een klasse van (zekerheidsgerechtigde) crediteuren. Als gevolg hiervan komt de lager gerangschikte concurrente crediteuren, net zoals de aandeelhouders, in een Chapter 11 plan of reorganization (kortweg een akkoord) minder waarde toe, waardoor het uitkeringspercentage ten aanzien van concurrente crediteuren afneemt.<sup>5</sup>

Het akkoord houdt vaak een debt-for-equity swap in, waarbij de in the money crediteuren hun schulden kwijtschelden en aandeelhouder worden.<sup>6</sup> Voor de cram down van de tegen het akkoord stemmende klassen ongesecureerde vermogensverschaffers geldt de “absolute priority rule”.<sup>7</sup> Deze regel wordt vaak zo geïnterpreteerd dat deze tegenstemmende klassen slechts mogen worden gekort als alle vermogensverschaffers die behoren tot een klasse met een lagere rang niets toekomt. De aandeelhouders kunnen onder het akkoord in beginsel dus pas een uitkering krijgen als alle concurrente schuldeisers zijn voldaan. De concurrente schuldeisers kunnen op hun beurt alleen maar een uitkering krijgen voor zover bevoorrechte en gezeekerde schuldeisers geheel zijn voldaan, enz.<sup>8</sup> Deze regel houdt (echter) ook in dat een klasse met een hogere rang niet meer waarde zal behouden of ontvangen dan het bedrag van haar vordering.<sup>9</sup>

3 ABI-rapport, p. 3.

4 Zie: J. Jol, ‘Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructurerings: het dwangakkoord’, in: J. Jol, R. Vriesendorp, R. Hermans, K. de Vries en B. Wessels, *Herstructurerings en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?*, Deventer: Wolters Kluwer 2013, § 2.5 op p. 39 e.v.

5 ABI-rapport, p. 15 en de aldaar onder voetnoot 58 aangehaalde bronnen; vgl. de toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 12 en 90.

6 In § 3.2.6 is weergegeven dat Chapter 11 voor de vraag of een vermogensverschaffer “in” of “out of the money” is, uitgaat van de reorganisatiewaarde.

7 Voor een toelichting verwijs ik naar § 5.3.

8 R.D. Vriesendorp en R. van den Sigtenhorst, ‘Herstructurerings in de moderne financieringspraktijk: Nederland vs. de V.S.’, *Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht*, 2013-2, p. 100.

9 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition, p. 1168.

Van oudsher was de absolute priority rule voornamelijk relevant bij de juridische strijd tussen aandeelhouders en vreemd vermogenverschaffers.<sup>10</sup> Echter, gezien de genoemde toename van de financiering met (gesecureerd) vreemd vermogen, wordt deze regel vandaag de dag vaak getoetst in de strijd tussen verschillende klassen van vreemd vermogenverschaffers. In de juridische procedure zal een tegen het akkoord stemmende klasse stellen dat niet aan de absolute priority rule is voldaan omdat een klasse van een hogere rang op grond van het akkoord meer waarde ontvangt dan het nominale bedrag van haar vordering. Deze stelling onderbouwt de lagere klasse met een waardering van de onderneming die hoger is dan de waardering waar het akkoord op is gebaseerd.

ABI stelt dat de in the money vreemd vermogenverschaffers vaak geen belang hebben bij de continuering van de onderneming met de bestaande vermogensstructuur in Chapter 11, indien zij in een vroeg stadium onder het akkoord kunnen worden voldaan.<sup>11</sup> Dit kan er echter toe leiden dat de herstructurering gebaseerd wordt op een waardering in het dal van een conjunctuur (en daardoor resulteert in een lage waardering). Dit is volgens ABI onredelijk ten aanzien van de out of the money vermogenverschaffers, vaak zijnde de concurrente crediteuren. Als de waardering op een later moment zou plaatsvinden, zou dit tot een hogere waardering hebben geleid, zo is ABI's redenering:

*"Although the valuation at any point in time will necessarily reflect the debtor's future potential, the valuation may occur during a trough in the debtor's business cycle or the economy as a whole, and relying on a valuation at such a time may result in a reallocation of the reorganized firm's future value in favor of senior stakeholders and away from junior stakeholders in a manner that is subjectively unfair and inconsistent with the Bankruptcy Code's principle of providing a breathing spell from business adversity."*<sup>12</sup>  
[onderstreping SvdB]

---

10 Northern Pacific Railway Co. v. Boyd, 228 U.S. 482 (1913).

11 ABI-rapport, p. 213.

12 ABI-rapport, p. 207. ABI geeft in dit verband voorts aan: *"The absolute priority rule is an important creditor protection in chapter 11 cases, but it also has proven to be inflexible and often a barrier to a debtor's successful reorganization. It also can allocate value among creditors in an arguably random manner depending on the timing of the value realization event – i.e., plan confirmation. For example, to the extent that a plan is confirmed during a downturn in the economy generally or the debtor's industry more specifically, the valuations used to support the plan distributions may value the reorganized entity at a low point in the valuation cycle. (...) under the absolute priority rule, junior creditors and interest-holders may lose their rights against the estate and receive no value on account of*

Het gekozen waarderingsmoment kan er volgens ABI dus toe leiden dat een akkoord wordt aangenomen dat tot gevolg heeft dat, indien de economie vervolgens herstelt, de aandelen van de nieuwe aandeelhouder – (veelal) de voormalige klasse in the money (gesecureerde) crediteuren – meer waard kunnen worden dan de voormalige vorderingen van deze klasse. Als dit scenario zich verwezenlijkt en de aandeelhouderswaarde boven het bedrag van de voormalige vorderingen van de in the money crediteuren uitstijgt, is het akkoord (alsnog) in strijd met de onderliggende gedachte van de absolute priority rule.

De hierboven weergegeven waardeallocatie is volgens ABI niet in balans, althans kan onredelijk uitwerken. ABI heeft daarom een nieuw mechanisme gepresenteerd, namelijk dat van de redemption option value. De redemption option value betreft de waarde van de hypothetische optie om de gehele onderneming te kopen tegen een uitoefenprijs gelijk aan de nominale waarde (“face amount”) van de vorderingen van de (senior) in the money crediteuren (de “redemption price”) en met een looptijd gelijk aan drie jaar na de opening van de Chapter 11 procedure (de “redemption period”).<sup>13</sup>

Doordat de uitoefenprijs gelijk is aan de nominale waarde van de vorderingen van de (senior) in the money crediteuren, geldt dat de hypothetische optie slechts waarde vertegenwoordigt, *indien* de waarde van de onderneming binnen de redemption period – in theorie – tot boven de nominale waarde van de vorderingen van de (senior) in the money crediteuren zou stijgen.<sup>14</sup>

Ter toelichting vermeld ik dat financiële koopties van aandelen (*call options*) slechts worden uitgeoefend als de waarde van de onderliggende aandelen (de *stock price*) boven de uitoefenprijs (*strike price*) ligt. Van deze optie wordt gezegd dat die *in the money* is. Als de stock price gelijk is aan de strike price, dan geldt dat de optie *at the money* is. Als de stock price onder de strike price ligt, dan geldt dat een call optie *out of the money* is,<sup>15</sup> en op dat moment geen directe economische waarde heeft.

---

*their claims simply because of the timing of the valuation of the enterprise in the chapter 11 case, while secured creditors, whose rights outside of bankruptcy would have been limited to foreclosure, get the benefits of the chapter 11 case and the exclusive right to the future possibilities of the firm as a reorganized going concern.”* ABI-rapport, p. 213-214.

13 ABI-rapport, p. 219 en 221.

14 ABI-rapport, p. 223.

15 Zie: J.C. Hull, *Options Futures and Other Derivatives*, 2002, p. 189.

Iets vrijer vertaald is de redemption option value de kanswaarde van de aandelen boven de nominale waarde van de vorderingen van de in the money crediteuren. De berekende waarde dient aan die klasse vermogensverschaffers toe te komen die bij het akkoord net out of the money is, oftewel de klasse vermogensverschaffers die als eerste waarde zou toekomen indien de onderneming meer waard zou zijn.

Naast de bovengenoemde waardeallocatie moet dit mechanisme ertoe leiden dat er minder langdurige juridische procedures worden gevoerd over de waardering van de onderneming, waardoor het akkoord sneller en goedkoper kan worden doorgevoerd. De in het ABI-rapport gepresenteerde aanbeveling voor de redemption option value wordt nader toegelicht in paragraaf 6.4. Vervolgens wordt de absolute priority rule en de bovengenoemde waardeallocatie in paragraaf 6.5 beschouwd in het licht van het WCO II-voorstel en het INSOLAD-voorstel, waarna dit hoofdstuk wordt afgesloten met een korte samenvatting en conclusie (paragraaf 6.6). Eerst wordt, voor zover relevant, Chapter 11 toegelicht.

### 6.3 Huidige Chapter 11 en de absolute priority rule

Hoewel Chapter 11 vaak wordt gezien als de Amerikaanse insolventieprocedure die gericht is op de reorganisatie van de schuldenaar, is dit niet noodzakelijk het geval. Het vermogen van de schuldenaar kan ook geliquideerd worden in Chapter 11.<sup>16</sup> Zodoende houdt de schuldenaar controle over het liquidatieproces en wordt niet direct een trustee aangesteld, zoals in Chapter 7.<sup>17</sup> Een voorbeeld van een Chapter 11 procedure die gericht was op de ontmanteling was Lehman Brothers.<sup>18</sup> Maar, Chapter 11 staat (in de Nederlandse juridische literatuur) voornamelijk bekend om de reorganisatieprocedure middels een akkoord, hetgeen gebaseerd is op de gedachte dat de onderneming going concern, en dus na bekrachtiging van het akkoord, meer waarde genereert dan bij beëindiging van de onderneming.

---

16 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1123(b)(4), § 1123(a)(5)(D); C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition, p. 98, 1041.

17 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1104(a).

18 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition, p. 1051.

## 6.3.1 Korte toelichting Chapter 11 reorganisatieprocedure

De Chapter 11 procedure kan onder andere inhouden dat (in beginsel) een schuldenaar een plan voor een financiële herstructurering voorstelt. Dit (exclusieve) recht om (bijvoorbeeld) een akkoord aan te bieden heeft de schuldenaar in beginsel gedurende 120 dagen na de “*order for relief*”.<sup>19</sup> Deze periode kan worden verlengd tot maximaal 18 maanden na de opening van de procedure.<sup>20</sup> Vervolgens worden alle vermogensverschaffers voor de stemming over het akkoord in klassen ingedeeld. Voor de indeling geldt onder Chapter 11 dat vorderingen in dezelfde klasse worden ingediend, zodanig dat “*such claim (...) is substantially similar to the other claims or interest of such class*”.<sup>21</sup> Daarna vindt de stemming over het akkoord plaats.

Slechts klassen vermogensverschaffers van wie de rechten worden gewijzigd, zijn bevoegd te stemmen. Een klasse vermogensverschaffers waarvan de rechten niet worden gewijzigd, wordt geacht voor het plan te hebben gestemd.<sup>22</sup> De rechter zal het plan goedkeuren als aan een aantal voorwaarden is voldaan, onder andere dat alle klassen van wie de rechten door het akkoord worden gewijzigd voor het akkoord zijn.<sup>23</sup> Een andere belangrijke voorwaarde is dat elke individuele vermogensverschaffer, die in een klasse zit waarvan de rechten worden gewijzigd en tegen het akkoord stemt, kort gezegd toekomt wat hem in een scenario waarbij het vermogen van de vennootschap wordt geliquideerd en de activa aan derden wordt verkocht, zou toekomen.<sup>24</sup> Deze toets wordt aangeduid als de “*best interests of creditors test*”.

Voor de aanneming van het akkoord in een bepaalde klasse is (slechts) de gewone meerderheid van de schuldeisers nodig, die ten minste twee derde van het bedrag aan schuldvorderingen vertegenwoordigen.<sup>25</sup> Voor een klasse van aandeelhouders geldt dat het voldoende is als aandeelhouders die twee derde van het bij het door het akkoord geraakte eigen vermogen

19 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1121(b) en § 1121(c)(2). Dit plan moet in beginsel binnen 180 dagen na de opening van de procedure zijn aangenomen maar deze termijn kan ook worden verlengd; Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1121(c)(3) en § 1121(d)(2)(B).

20 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1121(d)(2)(A).

21 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1122(a).

22 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1126(f).

23 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(a)(8)(A) en (B).

24 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(a)(7)(A).

25 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1126(c).

houden, instemmen.<sup>26</sup> Kortom, de meerderheid kan de minderheid dwingen aan een akkoord te worden gebonden, maar geen enkele individuele vermogensverschaffer die het hier niet mee eens is, zal op grond van het akkoord minder mogen ontvangen dan de opbrengst bij liquidatie van het vermogen van de vennootschap.

Als een klasse waarvan de rechten gewijzigd worden het plan niet accepteert, zou het akkoord in beginsel moeten worden afgewezen. Als de rechten van een klasse volledig worden afgeschreven en deze klasse als gevolg van het akkoord geen belang meer houdt in de onderneming, heeft de betreffende klasse geen stemrecht maar wordt verondersteld dat deze klasse tegen het akkoord stemt.<sup>27</sup> Het akkoord kan echter alsnog worden aangenomen. Hiervoor gelden onder andere twee “*cram down*” voorwaarden. Ten eerste moet het plan niet discriminerend zijn ten aanzien van vermogensverschaffers met dezelfde positie. Ten tweede moet het akkoord “*fair and equitable*” zijn.<sup>28</sup>

Deze voorwaarde wordt verschillend ingevuld voor enerzijds geseceureerde vermogensverschaffers en anderzijds ongesecureerde vermogensverschaffers (waaronder aandeelhouders). Voor de eerste groep houdt de toets (heel) kort gezegd in dat zij onder het akkoord delen in de reorganisatiewaarde (voor een toelichting op dit begrip verwijs ik naar paragraaf 3.4).<sup>29</sup> Voor de tweede groep houdt de voorwaarde onder andere de “*absolute priority rule*” in.

### 6.3.2 Absolute priority rule

De absolute priority rule is al lange tijd één van de hoekstenen van het Amerikaanse insolventierecht.<sup>30</sup> Deze regel is als volgt nader uitgewerkt voor concurrente schuldeisers en andere klassen met “*interests*” (waaronder

---

26 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1126(d).

27 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1126(g).

28 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(b).

29 Voor een uitgebreidere uiteenzetting van deze regeling verwijs ik naar N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 6.14.2. en 6.14.3.

30 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2<sup>e</sup> druk, p. 1053 e.v.

een aandeelhouder).<sup>31</sup> Ten aanzien van (bijvoorbeeld) de concurrente schuldeisers geldt:

*“With respect to a class of unsecured claims (i) the plan provides that each holder of a claim of such class receive or retain on account of such claim property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim; or (ii) the holder of any claim or interest that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior claim or interest any property (...).”<sup>32</sup>*

Zoals ook nader toegelicht in paragraaf 5.3, houdt de toetsing van de absolute priority rule de volgende drie onderdelen of analyses in:

- Onderdeel 1: als een tegenstemmende klasse onder het akkoord volledig wordt voldaan, is voor de betreffende tegenstemmende klasse voldaan aan de voorwaarde van absolute priority (dit is voorwaarde (i) in het citaat hierboven).
- Onderdeel 2: pas als een tegenstemmende klasse niet volledig wordt voldaan, is het relevant vast te stellen of een klasse met een lagere rang een waarde behoudt of ontvangt. Indien dit het geval is, dan geldt dat het akkoord in strijd is met de absolute priority rule (dit is voorwaarde (ii) in het citaat hierboven).
- Onderdeel 3: het akkoord is voorts in strijd met de absolute priority rule indien een klasse met een hogere rang meer waarde behoudt of ontvangt dan het bedrag van haar vordering.<sup>33</sup> Deze derde voorwaarde staat niet letterlijk in Chapter 11 uitgeschreven maar dit volgt uit de parlementaire geschiedenis<sup>34</sup> en is meerdere malen vastgesteld in Amerikaanse rechtspraak:

*“It’s undisputed that the “fair and equitable” requirement encompasses a rule that a senior class cannot receive more than full compensation for its claims.”<sup>35</sup>*

31 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(b)(2)(A)-(C).

32 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(b)(2)(B).

33 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition, p. 1168.

34 124 Cong. Rec. S17,420 (daily ed. Oct. 6, 1978) (remarks of Sen. DeConcini); 124 Cong. Rec. H11,104 (daily ed. Sept. 28, 1978) (remarks of Rep. Edwards).

35 Chemtura, 439 B.R. 561, 592 (Bankr. S.D.N.Y. 2010) (citing *In re Exide Techs.*, 303 B.R. 48, 61, 66 (Bankr. D. Del. 2003); *In re MCorp Fin., Inc.*, 137 B.R. 219, 235 (Bankr. S.D. Tex. 1992); *In re Future Energy Corp.*, 83 B.R. 470, 495 n. 39 (Bankr. S.D.N.Y. 1988); *In re Walat Farms, Inc.*, 70 B.R. 330, 335 (Bankr. E.D. Mich. 1987)); see also *In re Granite Broad. Corp.*, 369 B.R. 120, 140 (Bankr. S.D.N.Y. 2007); *In re Oneida Ltd.*, 351 B.R. 79, 87 (Bankr. S.D.N.Y. 2006).



En:

*"Courts will deny confirmation if a plan undervalues a debtor and therefore would have resulted in paying senior creditors more than full compensation for their allowed claims."*<sup>36</sup>

Een akkoord houdt *de facto* in dat de onderneming wordt verkocht aan de in the money vermogensverschaffers in plaats van aan derde partijen.<sup>37</sup> Dat er van een going concern verkoop uit moet worden gegaan is gelegen in het feit dat de onderneming wordt voortgezet en in die staat wordt verkocht aan de betreffende vermogensverschaffers. Een waardering moet inzichtelijk maken wat de ondernemingswaarde en wat de waarde van het belang van de betrokken vermogensverschaffers is. Op grond van deze analyse kan worden vastgesteld of een klasse al dan niet een nieuw belang in de geherstructureerde onderneming, althans: de vennootschap met een geherstructureerde vermogensstructuur, dient toe te komen.<sup>38</sup>

Als de betrokken vermogensverschaffers onderling géén overeenstemming kunnen bereiken over de voorwaarden van het akkoord, zijn zij voor de waarderingsvraag afhankelijk van het oordeel van de rechter over de door de partijen gepresenteerde waarderingsvragen. Immers, als bepaalde klassen niet instemmen met het akkoord, kunnen zij stellen dat niet is voldaan aan de absolute priority rule omdat een klasse van een hogere rang op grond van

---

36 In re Exide Technologies, 303 B.R. at 61, 66 ("finding that plan undervalued debtors and denying confirmation"); In re MCorp Fin., Inc., 137 B.R. 219, 235 (Bankr. S.D. Tex. 1992) (Clark, J.) ("denying confirmation under section 1129(b) where plan failed to establish upper limit to creditor distributions at the expense of rejecting stockholders"); Future Energy, 83 B.R. at 495 n.39 ("Clearly, overpayment of senior creditors is violative of the fair and equitable standard."); In re Walat Farms, Inc., 70 B.R. 330, 335 (Bankr. E.D. Mich. 1987) ("it would do violence to the fair and equitable standard by paying the creditor more than its claim").

37 Vgl. D.G. Baird en D.S. Bernstein, 'Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain', *The Yale Law Journal*, p. 1937.

38 T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 211-212. ("When the consideration consists of claims against the firm, valuing the consideration necessarily involves valuing the firm."). Vgl. W.J. Blum, 'Corporate Reorganization Doctrine as Recently Applied by the Securities and Exchange Commission', *The University of Chicago Law Review*, Vol. 40, No. 1 (Autumn, 1972), p. 96-110.

het akkoord meer waarde toekomt dan het bedrag van haar vordering. In dat verband dient de rechter te oordelen of dat zo is en of het akkoord al dan niet fair is. Met andere woorden:

*“To determine that the plan does not violate section 1129(b)’s “fair and equitable” requirement by paying creditors more than in full, I need only find that the debtors’ total enterprise value doesn’t exceed the total enterprise value underlying the settlement.”<sup>39</sup>*

Voor de vraag of het akkoord fair and equitable is, speelt de waardering dus een centrale rol.<sup>40</sup>

*Intermezzo: Chapter 11 waarderingsmethoden*

Voor het waarden van ondernemingen in het kader van de fair and equitable test, is in de V.S. veel rechtspraak ontwikkeld. Ten aanzien van waardering is overwogen:

*“Valuation is not an exact science”,<sup>41</sup> “the matter of valuation of an ongoing business in economic distress is far from an exact science”,<sup>42</sup> “valuation is not a product of mere calculation (...) it is an imprecise tool”,<sup>43</sup> “It has been aptly observed that entity valuation is much like a guess compounded by an estimate.”<sup>44</sup>*

Tot slot: *“At best, the valuation of an enterprise (...) is an exercise in educated guesswork. At worst it is not much more than crystal ball gazing.”<sup>45</sup>*

Desalniettemin is er in de Amerikaanse rechtspraak – over het algemeen – consensus over een waardering voor de fair and equitable test.

*“Fair valuation for a company that can continue day-to-day operations is based on a ‘going concern’ or ‘market price’ valuation.”<sup>46</sup>*

39 Chemtura, 439 B.R. 561, 592 (Bankr. S.D.N.Y. 2010), p. 21, 41-44.

40 Genco Shipping & Trading Ltd., Case No. 14-11108, p. 10-11; Exide Techs., 303 B.R., § 60-61. Vgl. C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition, p. 1168.

41 In re AMR Corp., 477 B.R. 384, 436-37 (S.D.N.Y. 2012).

42 In re SGPA, Inc., 2001 Bankr. LEXIS 2291, at \*35 (Bankr. M.D. Pa. Sept. 28, 2001).

43 In re Crowthers McCall Pattern, Inc., 120 B.R. 279, 297 (S.D.N.Y. 1990).

44 In re Spansion, Inc., 426 B.R. 114, 130 (Bankr. D. Del. 2010).

45 In re Mirant Corp. 9 december 2005, Case No. 03-46590.

46 Iridium IP LLC v. Motorola, Inc. (In re Iridium Operating LLC), 373 B.R. 283, 344 (S.D.N.Y. 2007) (citing In re PWS Holding Corp., 228 F.3d 223, 233 (3d Cir. 2000)).

De drie in de Amerikaanse rechtspraak gehanteerde en op de going concern waardemaatstaf gebaseerde methoden zijn in beginsel: (1) de discounted cash flow analysis; (2) de comparable transaction approach; en (3) de market multiple approach.

Bij de eerste methode (een *income based approach*) worden, in de meest basale vorm van deze methode, twee periodes bepaald waarvoor de toekomstige kasstromen van de onderneming worden geschat: de *forecast period* (vaak een periode van een paar jaar) en de *continuing value period*, die begint aan het einde van de forecast period. Wat betreft de eerste periode worden de toekomstige verwachte kasstromen (zeer gedetailleerd) geschat. Het vertrekpunt voor deze schatting dienen de gerealiseerde resultaten en, onder andere, het strategisch perspectief voor de toekomst te zijn.<sup>47</sup> De verwachte kasstromen worden vervolgens contant gemaakt tegen de WACC. Hierbij wordt de continuïteitswaarde, de waarde voor de continuing value period, opgeteld.<sup>48</sup> Zowel voor de prognoses van de vrije kasstroom, de WACC of de groeivoet (die relevant is voor het berekenen van de continuïteitswaarde) geldt dat arbitraire keuzes kunnen worden gemaakt, hetgeen wel blijkt uit bovenstaande citaten.

De comparable transaction method houdt in dat naar recente transacties wordt gekeken waarbij vergelijkbare ondernemingen zijn overgenomen. Vervolgens wordt de bij de betreffende transactie betaalde multiple berekend (vaak ten opzichte van de parameter EBITDA<sup>49</sup>) om vervolgens het berekende verhoudingsgetal te vermenigvuldigen met de betreffende parameter van de te waarderen onderneming.

Tot slot geldt bij de market multiple approach min of meer hetzelfde als bij de comparable transaction approach: in dat geval wordt echter niet gekeken naar recente transacties van vergelijkbare ondernemingen maar

---

47 Voor de wijze van het voorspellen van toekomstige verwachte kasstromen wordt verwezen naar T. Copeland e.a., *Waardering*, hoofdstuk 11 (Resultaten voorspellen), 2003, p. 241 e.v.

48 Voor het berekenen van de continuïteitswaarde bestaan allerlei formules waarvan de bespreking het bestek van dit hoofdstuk te buiten gaat. Hiervoor wordt verwezen naar: Copeland e.a., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, 2015, Ch. 12 (estimating continuing value).

49 Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation.

naar de beurswaardes van vergelijkbare ondernemingen en de van toepassing zijnde multiple ten aanzien van een bepaalde parameter. Deze multiple wordt vervolgens met dezelfde parameter van de te waarderen onderneming vermenigvuldigd.<sup>50</sup>

*Afwijkingen absolute priority rule*

Bij het akkoord geldt onder andere dat vermogensverschaffers uit een hogere klasse op grond van de absolute priority rule kunnen afdwingen dat zij volledig worden betaald, voordat een klasse van een lagere rang wordt betaald. Echter, in de Amerikaanse praktijk blijkt dat akkoorden tot stand komen die afwijken van de absolute priority rule.<sup>51</sup> Oftewel, een klasse van een hogere rang accepteert vrijwillig dat een klasse van lagere rang deels wordt gecompenseerd terwijl de hogere rang niet volledig wordt voldaan.

Al bijna een eeuw zijn Amerikaanse geleerden op zoek naar een verklaring hiervoor.<sup>52</sup> Zo is gesignaleerd dat out of the money vermogensverschaffers door het niet accepteren van het akkoord de implementatie van het akkoord kunnen vertragen. In de tussentijd zou de markt zich gunstig kunnen ontwikkelen, hetgeen resulteert in een hogere waardering en een betere positie van de vermogensverschaffers op het moment dat de rechter over het akkoord moet oordelen. Daarnaast kan de markt zich ook ongunstig ontwikkelen, hetgeen de positie van de in the money vermogensverschaffers verder verslechtert zonder dat kan worden ingegrepen. Ook geldt dat de waardering van de onderneming onzekerheid met zich meebrengt. Het is deze onzekerheid over de uitkomst van de waarderingsexercitie

- 
- 50 Naast deze drie methoden is in een zeer specifieke casus waarbij het ging om een kapitaalintensieve onderneming, namelijk één van de grootste droge bulk zeevoerders van de wereld, onlangs geoordeeld dat genoemde methoden in het betreffende specifieke geval niet van toepassing waren. In dat geval werd geoordeeld dat de waardering op grond van de net asset value het meest fair was. Zie: Genco Shipping & Trading Ltd., Case No. 14-11108.
  - 51 A.C. Eberhart et al., 'Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings', *The Journal of Finance*, vol. 45, no. 5, p. 1457, 1468 (1990); J.R. Franks en W.N. Torous, 'An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization', *Journal of Finance*, vol. 44, p. 747, 754, 768 (1989); L.A. Weiss, 'Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority Claims', *27 Journal of Financial Economics*, 285, 286 (1990).
  - 52 D.G. Baird en D.S. Bernstein, 'Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain', *The Yale Law Journal*, p. 1932.

die ertoe leidt dat partijen een akkoord overeenkomen dat afwijkt van de strikte absolute priority rule.<sup>53</sup> Hierdoor wordt de mogelijkheid van een out of the money vermogensverschaffer om tegen het akkoord te stemmen reeds voor de stemming afgekocht, waardoor (de gewenste) deal certainty wordt gecreëerd ten aanzien van de uitkomst.<sup>54</sup>

## 6.4 Een aanbeveling uit het ABI-rapport: de redemption option value

### 6.4.1 Constateringen ABI-rapport

In paragraaf 6.2 is weergegeven dat de waardering van een onderneming voor de cram down toets kan plaatsvinden in het dal van de business cycle, hetgeen volgens ABI unfair zou kunnen zijn voor de out of the money vermogensverschaffers, vaak de concurrente crediteuren.<sup>55</sup> Volgens ABI geldt voor de timing van de waardering dat:

*“the timing of a reorganization in the life cycle of the credit market generally and in the business life cycle of a given company should not dictate hard and fast distributional rules that advantage the creditors who happen to be in the senior position at a given moment in time.”*<sup>56</sup> [onderstreping SvdB]

ABI stelt dus dat de timing van de waardering ertoe kan leiden dat een akkoord wordt aangenomen dat inhoudt dat, als de economie zich vervolgens na het akkoord herstelt, de nieuwe aandeelhouder – de voormalige klasse(n) in the money crediteuren – de waarde stijging van de onderneming toekomt.<sup>57</sup> In dat geval kan de aandeelhouderswaarde boven het bedrag van de voormalige vorderingen uitstijgen, hetgeen volgens ABI (alsnog) in strijd lijkt met de onderliggende gedachte van de absolute priority rule.

---

53 De uitkomst van de onderhandeling wordt onder andere beïnvloed door (verwachtingen omtrent): de volatiliteit van de waarde van het onderliggende actief van de onderneming, de mate waarin het reorganisatieproces “financial distress costs” genereert, de lengte van de reorganisatieperiode en de omvang van het waardeverschil ten opzichte van het downside scenario (i.e. liquidatie in Chapter 7). Zie: H.F. Chang en L.A. Bebchuk, *Bargaining and the division of value in corporate Reorganization*, University of Pennsylvania Law School, faculty Scholarship 1992, paper 971, p. 256.

54 D.G. Baird en D.S. Bernstein, ‘Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain’, *The Yale Law Journal*, p. 1959.

55 ABI-rapport, p. 207, 213, 218 en 220.

56 ABI-rapport, p. 218.

57 ABI-rapport, p. 207, 213 en 214.

Ik zie dit anders. Ik zal in paragraaf 6.4.4 toelichten dat in een waardering al rekening kan worden gehouden met de cycliciteit van een markt. Daarnaast zal de waardering reeds rekening houden met een bepaalde business case en (waarschijnlijk) stijgende verwachte kasstromen. Mocht blijken dat de waarde van de onderneming op een later moment hoger is dan de uitgevoerde waardering ten behoeve van het akkoord, dan geldt dat er achteraf gezien sprake is geweest van onderwaardering op het moment van doorvoering van het akkoord. De destijds gemaakte aannames zijn vanwege interne of externe factoren niet volledig uitgekomen. Natuurlijk is de kans op onderwaardering er altijd, ik vind het echter niet zuiver om dit risico in feite toe te rekenen aan de continuerende vermogensverschaffers die – bij voortduring – risico lopen met de continuerende financiering, ook al hebben zij de kans op waardestijging.

#### 6.4.2 Redemption option value

ABI stelt dat het systeem zo dient te worden aangepast dat er aan de klasse die net out of the money is (de klasse die als eerste ook voldaan zou worden als de ondernemingswaarde hoger zou zijn), iets van een waarde wordt toegekend. ABI presenteert hiervoor een nieuw mechanisme, hetgeen als volgt wordt ingeleid:

*“The general priority scheme of chapter 11 should incorporate a mechanism to determine whether distributions to stakeholders should be adjusted due to the possibility of material changes in the value of the firm within a reasonable period of time after the plan effective date (...), which would enable junior creditors to “redeem” in full the allowed claim of the impaired senior creditors receiving the reorganization value of the company under such plan or sale.”<sup>58</sup> [onderstreping SvdB]*

Dit mechanisme wordt voornamelijk relevant als de klasse die op grond van de waarderingsanalyse out of the money is,<sup>59</sup> maar net onder de klasse valt die wel wordt voldaan, tegen het akkoord stemt.<sup>60</sup> Deze tegenstemmende klasse wordt aangeduid als de “*immediately junior class*”. ABI stelt dat deze

58 ABI-rapport, p. 218.

59 Deze waarderingsanalyse is gebaseerd op de reorganisatiewaarde. Ik verwijs naar § 3.2.6.

60 Ook geldt dat het mechanisme kan worden toegepast indien de senior class niet instemt met het akkoord, maar de enige afwijking van de absolute priority rule eruit bestaat dat het akkoord de redemption option value aan de junior crediteuren toekent; ABI-rapport, p. 208 en 218.

immediately junior class ook waarde zou moeten *kunnen* toekomen, namelijk de redemption option value. Zoals weergegeven betreft de redemption option value een deel van de waarde van (slechts) de hypothetische optie om de gehele onderneming te kopen tegen een uitoefenprijs gelijk aan de nominale waarde van de vorderingen van de (senior) in the money crediteuren<sup>61</sup> (de “redemption price”) met een looptijd gelijk aan drie jaar na de opening van de Chapter 11 procedure (de “redemption period”).<sup>62</sup>

De redemption option value houdt dus rekening met een hogere ondernemingswaarde gedurende drie jaren na de opening van de procedure (oftewel: onderwaardering op het moment van de akkoordprocedure). Het betreft een bedrag dat aan die klasse moet toekomen die op grond van de ondernemingswaarde, de “reorganization value”, en het akkoord net buiten de boot valt. Oftewel:

*“A distribution of redemption option value, if any, would be made to an immediately junior class to reflect the possibility that, between the plan effective date or sale order date and the third anniversary of the petition date (the “redemption period”), the value of the firm might have been sufficient to pay the senior class in full with interest and provide incremental value to such immediately junior class.”*<sup>63</sup> [onderstreping SvdB]

De rol die waardering in Chapter 11 heeft, blijft ook in de aanbeveling van ABI onverminderd groot. Immers, de redemption option value wordt berekend aan de hand van onder andere de reorganization value. Hiervoor dient de “enterprise value attributable to the reorganized business entity” te worden berekend.<sup>64</sup> Op de berekening van de redemption option value wordt hierna nog met een cijfermatige toelichting ingegaan.

---

61 “Including any unsecured deficiency claim, plus any non-default interest and allowable fees and expenses accruing through the hypothetical date of exercise of the option, as though the claims remained outstanding on the date of exercise of the option.” ABI-rapport, p. 210.

62 ABI-rapport, p. 219 en 221.

63 ABI-rapport, p. 208.

64 De reorganization value houdt in: “the enterprise value attributable to the reorganized business entity, plus the net realizable value of its assets that are not included in determining the enterprise value and are subject to subsequent disposition as provided in the confirmed plan.” ABI-rapport, p. 207.

De redemption option value zou slechts bij grote ondernemingen moeten gelden, althans niet voor *small or medium-sized enterprises*.<sup>65</sup> ABI stelt zich voor dat de U.S. Bankruptcy Code § 1129(b) zodanig wordt gewijzigd dat de rechter een plan kan goedkeuren dat op zichzelf niet voldoet aan de absolute priority rule (en de senior class daarom tegenstemt), maar waarbij de enige afwijking van deze regel eruit bestaat dat aan de immediately junior class de redemption option value zal worden toegewezen. De rechter zal het plan ook kunnen goedkeuren als (slechts) de immediately junior class tegenstemt (en het dus niet eens is met de gepresenteerde reorganization value), maar deze klasse op grond van het plan wel de redemption option value toekomt en de reorganization value niet in “*bad faith*” is voorgesteld.<sup>66</sup> Dit laatste dient ertoe om de immediately junior class af te schrikken om de reorganization value te gaan betwisten, omdat het de verwachting is dat aan de toets of het plan in bad faith is voorgesteld, relatief eenvoudig kan worden voldaan. Zodoende dient het systeem er enerzijds toe te leiden dat aan de crammed down immediately junior class ook (enige) waarde toekomt, terwijl het risico op dure, lange processen naar verwachting beperkt wordt. Volgens sommige auteurs houdt de redemption option value op een gebalanceerde manier rekening met de belangen van de voornaamste stakeholders.<sup>67</sup>

---

65 “*Small or medium-sized Enterprises*” (SME) zijn, beknopt weergegeven, gedefinieerd als (i) ondernemingen zonder publiek verhandelbaar eigen of vreemd vermogen en (ii) met minder dan USD 10 miljoen aan activa op de balans op de dag dat de onderneming een verzoek tot Chapter 11 doet. Ook een onderneming die aan voorwaarde (i) voldoet maar meer dan USD 10 miljoen en minder dan USD 50 miljoen aan activa op de balans heeft, kan verzoeken om als SME te kwalificeren (ABI-rapport, p. 279). Voor SME heeft ABI een aanbeveling gedaan voor een “*equity retention structure*” zodat een bestuurder tevens aandeelhouder na een akkoord (op grond waarvan zijn aandelenbelang zou verwateren) heel beknopt weergegeven alsnog en dus in afwijking van de absolute priority rule een (beperkt) aandelenbelang houdt zodat de bestuurder (met alle relaties en know how) “*aligned*” blijft. Voor meer details wordt verwezen naar p. 300 e.v. van het ABI-rapport.

66 ABI-rapport, p. 219.

67 ABI-rapport, p. 223. Vgl. C.J. Tabb, *The Bankruptcy Clause, the Fifth Amendment, and the Limited Rights of Secured Creditors in Bankruptcy*, 2014, p. 5: “*Outside of bankruptcy, the secured lender may have considerable difficulty capturing anything above liquidation value. If the bankruptcy process itself allows the recovery of more value, why should all of that bankruptcy-enabled excess go to the secured lender?*”



ABI stelt vooralsnog voor om deze (hypothetische) optiewaarde te berekenen op grond van het door de economen Black & Scholes ontwikkelde waarderingsmodel voor de berekening van economische optieprijsen.<sup>68</sup> Ik benadruk dat de redemption option value niet inhoudt in dat de immediately junior class daadwerkelijk een optierecht wordt toegewezen. De hypothetische optiewaarde dient er slechts toe om een bedrag te bepalen dat via contanten, vreemd of eigen vermogen (of een andere vorm van betaling) of op welke andere door de senior creditors te bepalen wijze, ten laste van de senior creditors aan de immediately junior class zal toekomen op het moment van homologatie van het akkoord.<sup>69</sup>

Voor de volledigheid: de redemption option value impliceert naar mijn idee ook niet dat er naast de going concern reorganisatiewaarde nog een andere waarde aan de onderneming is verbonden. Het gaat erom dat de waardering van de onderneming op korte termijn kan toenemen, althans dat het akkoord de facto op grond van een onderwaardering wordt doorgevoerd. Theoretisch geldt dat als de waarde van een onderneming niet zou stijgen, de optie om de onderneming van de aandeelhouders (de voormalige in the money crediteuren) te kopen (voor een bedrag gelijk aan de nominale waarde van de vorderingen van deze klasse) niet waardevol wordt. Dat de waarde van de onderneming gelijk blijft, staat op het moment van homologatie van het akkoord niet vast.<sup>70</sup> Een onderneming (met nieuwe aandeelhouders) zal er veel aan doen om de waarde van een onderneming te laten stijgen.<sup>71</sup> Op het moment dat de waarde van de onderneming stijgt, zou de optie om de onderneming van de aandeelhouders te kopen (voor een bedrag gelijk aan de nominale waarde van de vorderingen van deze klasse) waardevol kunnen worden. Ook al is de waardering van de

---

68 Voor een nadere uitleg wordt verwezen naar: F. Black & M. Scholes, 'The Pricing of Options and Corporate Liabilities', *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, no. 3, 1973, p. 637-654; J.C. Hull, *Options Futures and Other Derivatives*, 2002.

69 ABI-rapport, p. 210 en 223.

70 Sterker nog: ten aanzien van de DCF-waardering kunnen de inschattingen omtrent de toekomst (en daarmee de verwachte kasstromen) elke dag veranderen.

71 Om de waarde te verhogen kan een onderneming de volgende acties ondernemen: (i) het winstniveau op het uitstaande vermogen verhogen (hetgeen resulteert in een hoger rendement op het vermogen dat is geïnvesteerd in bestaande activa); (ii) het rendement op nieuwe kapitaalinvesteringen hoger laten zijn dan de WACC; (iii) het groeitempo verhogen (maar alleen zolang het rendement op nieuw vermogen de WACC overstijgt) of (iv) de WACC laten afnemen. Zie: T. Copeland e.a., *Waardering*, hoofdstuk 8 (Kaders voor waardering), 2003, p. 145.

onderneming op het moment van het akkoord (ook) gebaseerd op schattingen van de toekomstige kasstromen, dan kan door de gewijzigde situatie in de toekomst de waarde van de onderneming toenemen. Van dat hypothetische scenario, en van de daarvan afgeleide kanswaarde, wordt bij de berekening van de redemption option value uitgegaan.

#### 6.4.3 Cijfermatige toelichting

Als voorbeeld geeft ABI weer dat als de recovery/opbrengst voor de senior class(es) op grond van de reorganization value 50% is van de voormalige vordering(en),<sup>72</sup> er een volatiliteit van 15% geldt,<sup>73</sup> de risicovrije rente op ongeveer 2% wordt geschat en de redemption period op 2 jaar, de waarde van de redemption option value nihil is. Echter, indien slechts de recovery rate geen 50% maar 90% is, dan geldt ceteris paribus dat de redemption option value ongeveer 5% van de reorganization value bedraagt. Ook geldt dat als de resterende looptijd van de optie korter wordt – en dus de tijd die is verstreken sinds Chapter 11 is aangevraagd langer is geworden – de (optie) waarde lager zal worden.<sup>74</sup>

Dit klinkt allemaal wellicht wat technisch. Het mechanisme dient er naar mijn idee toe dat in het licht van de reorganisatieprocedure aan een klasse die net out of the money is, iets van een waarde kan worden toegekend zodat het akkoord sneller doorgevoerd kan worden. Zoals reeds is signaleerd zou deze allocatie van waarde ook anders kunnen plaatsvinden.<sup>75</sup> Er zou bijvoorbeeld ook te allen tijde een bepaald percentage van de waarde van de onderneming aan de immediately junior class kunnen worden toegekend.<sup>76</sup>

72 Dit is de “Stock Price” in het Black & Scholes model.

73 Volatiliteit is de mate waarin verwacht wordt dat een bepaalde koers, in dit geval de ondernemingswaarde, zal fluctueren. De ABI baseert zich in dit voorbeeld op de gemiddelde 60 dagen volatility rate van de S&P 500 Index van de afgelopen vier jaar.

74 ABI-rapport, p. 222.

75 B. Wessels en R. de Weijs, ‘Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code’, *Ondernemingsrecht* 2015/37.

76 Bijvoorbeeld: M.H. Harner, ‘Chapter 11 Reform: refining the tools available to rehabilitate distressed businesses’, *The Columbia Law School’s blog on corporations and the capital markets*, 29 januari 2015.

#### 6.4.4 Tegenwerpingen vanuit financieel-economisch perspectief

Zoals weergegeven is de toelichting van ABI voornamelijk gebaseerd op de veronderstelling dat een onderneming in het dal van een cyclus wordt gewaardeerd. Bij cyclische ondernemingen geldt dat het resultaat over de jaren heen aan (grote) schommelingen onderhevig is. De resultaten van bijvoorbeeld ondernemingen in de staalindustrie, de luchtvaart en de chemie, fluctueren als gevolg van grote schommelingen in de prijzen van hun producten.<sup>77</sup> Doordat “de markt tegenzit” is het kort gezegd het meest logisch dat de onderneming in distress kan raken en de waardering in het dal van de conjunctuur plaatsvindt. Hierboven is weergegeven waarom dat volgens ABI niet redelijk zou zijn.

De vraag is echter gerechtvaardigd of de onderneming voor een akkoord altijd op het laagste moment in de cyclus wordt gewaardeerd en of bij de waardering niet reeds rekening wordt gehouden met de cycliciteit en – nog lastiger – hoe de rechter dit moet inschatten. Aan deze vraag lijkt in het ABI-rapport voorbij te worden gegaan; de redemption option value dient volgens het ABI-rapport ten aanzien van de relevante tegenstemmende klasse te allen tijde te worden toegewezen (maar kan zoals weergegeven wel nihil zijn). Maar wat als de gepresenteerde reorganization value rekening houdt met cycliciteit en de verwachting dus niet gerechtvaardigd is dat de onderneming te laag wordt gewaardeerd?

ABI's veronderstelling lijkt eraan voorbij te gaan dat de aan de rechter gepresenteerde waarderingen wel degelijk rekening zouden kunnen houden met de mate waarin de onderneming “cyclisch” is,<sup>78</sup> hetgeen in de praktijk in Chapter 11 ook voorkomt.<sup>79</sup> Het waarden van cyclische

---

<sup>77</sup> Copeland e.a., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, 2000, p. 755.

<sup>78</sup> A. Damodaran, *Ups-and-downs: valuing cyclical and commodity companies*, September 2009.

<sup>79</sup> Chemtura, 439 B.R. 561, 592 (Bankr. S.D.N.Y. 2010), p. 14: “Lazard calculated terminal value by applying multiples (...) based on an analysis of enterprise values and 5-year and 3-year average EBITDA for the peer group to a mid-cycle or normalized EBITDAR (...) The mid-cycle EBITDAR was based on the average of 2009 through 2014 EBITDAR (...).”

ondernemingen komt er samengevat op neer dat op allerlei financiële parameters normalisaties worden toegepast.<sup>80</sup> Indien deze normalisaties niet worden toegepast, heeft dit het volgende effect. Voor een DCF-waardering worden prognoses van financiële parameters gemaakt, veelal op grond van een jaarlijkse procentuele groei. Het laatste jaar waarvan de resultaten bekend zijn, geldt veelal (ten onrechte) als uitgangspunt voor de inschatting van de toekomstige kasstromen.<sup>81</sup> Een waardering op grond van een prognose van de verwachte toekomstige kasstromen op de piek van een cyclus zal tot een hogere waardering leiden dan een prognose met als uitgangspunt een jaar in het dal van de cyclus. Op het moment dat de onderneming zich in het dal van een cyclus bevindt, zal de onderneming ondergewaardeerd worden.

Ook al wordt voor de waardering wel rekening gehouden met cycliciteit, dan is het voorts onzeker of het patroon van de historische cyclus zich op dezelfde trend (door)ontwikkelt in de toekomst. Dit is met name relevant bij de vrije kasstroom die wordt geprognosticeerd voor het berekenen van de continuïteitswaarde (*continuing value*).<sup>82</sup> Voor dit probleem zou echter met verschillende scenario's kunnen worden gewerkt, waaraan verschillende kansen kunnen worden toegekend.<sup>83</sup> Een ander probleem kan zijn dat de bedrijven die in Chapter 11 raken bedrijven zijn die relatief kort bestaan en geen duidelijke historische cycli hebben meegemaakt.<sup>84</sup> Over de (juiste) wijze van het waarderen van een cyclische onderneming kan dus ook weer uitvoerig worden gedebatteerd. Zoals weergegeven probeert ABI deze discussie te voorkomen doordat de rechter het plan ook kan aannemen indien de immediately junior class weliswaar tegenstemt (en dus niet akkoord is met de gepresenteerde reorganization value), maar deze klasse op grond van het plan wel de redemption option value toekomt en de in het plan gehanteerde waardering van de onderneming niet in bad faith is voorgesteld.

80 Een uiteenzetting van de wijze waarop zulke waarderingen technisch worden uitgevoerd gaat de reikwijdte van dit hoofdstuk te buiten. Zie: A. Damodaran, *The dark side of valuation: valuing young, distressed and complex businesses*, 2010, Ch. 12 en 13; A. Damodaran, *Ups-and-downs: valuing cyclical and commodity companies*, September 2009.

81 A. Damodaran, *Ups-and-downs: valuing cyclical and commodity companies*, September 2009, p. 4 en 5.

82 Chemtura, 439 B.R. 561, 592 (Bankr. S.D.N.Y. 2010), p. 25-26.

83 Copeland e.a., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, 2000, p. 760.

84 In re Mirant Corp. 9 december 2005, Case No. 03-46590, p. 26.

Tot slot kan de vraag gesteld worden of op grond van het Black & Scholes model (en niet op grond van een ander optiemodel) aan de immediately junior class waarde dient te worden toegekend.<sup>85</sup> In het verlengde hiervan geeft ABI ook nog aan dat nader onderzoek moet worden gedaan naar de implicaties van de redemption option value ten aanzien van, bijvoorbeeld, ondernemingen met complexere vermogensstructuren.<sup>86</sup>

Als de gepresenteerde reorganization value niet te laag wordt geschat, kan de toekenning van de redemption option value er naar mijn idee toe leiden dat er zonder rechtvaardigingsgrond aan een out of the money klasse crediteuren een kanswaarde wordt toegekend, namelijk de waarde van de hierboven omschreven hypothetische optie. Een rechtvaardiging zou erin gelegen kunnen zijn dat er "*valuation litigation*" wordt voorkomen en de onderneming geen extra (omvangrijke) advieskosten hoeft te dragen. Ook zou wellicht kunnen worden gesteld dat het management hierdoor minder tijd kwijt is aan juridische procedures, meer tijd kan besteden aan het operationele proces en de stakeholders hiervoor een prijs wensen te betalen. Het voorgaande doet er echter niet aan af dat allerlei stakeholders op een andere manier strategische posities (lees: optiewaarden) zouden kunnen toekomen waarvan ik betwijfel of dit redelijk en/of wenselijk is.

## 6.5 WCO II-voorstel en INSOLAD-voorstel met betrekking tot surseance van betaling

Net zoals voor Chapter 11 geldt, creëert het WCO II-voorstel (en ook het WHOA-voorstel) voor de totstandkoming van een dwangakkoord een dynamisch onderhandelingspel tussen alle betrokken stakeholders. In dit speelveld is het, voor de beoogde deal certainty, wenselijk dat stakeholders overeenstemming proberen te bereiken over de voorwaarden van het akkoord voordat erover gestemd wordt, zodat alle klassen instemmen met

---

85 Geen enkel (financieel-economisch) model is heilig, zo ook het Black & Scholes model niet. Een uiteenzetting van de kritiek op (de veronderstellingen van) dit model gaat de reikwijdte van dit hoofdstuk te buiten. Ik verwijs naar: J.C. Hull, *Options Futures and Other Derivatives*, 2002; N.A. Chris, *Black-Scholes and Beyond: Options Pricing Models*, McGraw Hill, 1997; D. Teneng, *Limitations of the Black-Scholes Model*, 2011, 99-102; N. Taleb, E.G. Haug, 'Option Traders Use (very) Sophisticated Heuristics, Never the Black-Scholes-Merton Formula', *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2011, 77/2, 97-106.

86 Zie: ABI-rapport, p. 211 en 219.

het akkoord. Deze onderhandeling wordt ingekaderd door de verwachtingswaarde van elke klasse. De betrokken vermogensverschaffers zullen inschattingen maken van hun juridische positie op het moment dat geen overeenstemming over het akkoord zou worden bereikt. Voor Chapter 11 geldt:

*“The parties are left to their own to negotiate a fair settlement.”*<sup>87</sup>

Dit geldt ook voor het onderhandelen over een surseanceakkoord of een pre-insolventieakkoord onder het WCO II-voorstel (of het WHOA-voorstel).<sup>88</sup>

Het WCO II-voorstel is weliswaar gebaseerd op het toegelichte Chapter 11 mechanisme, maar wijkt daar op onderdelen vanaf. Onder het WCO II-voorstel geldt dat als met de gekwalificeerde meerderheid van een klasse preferente of concurrente schuldeisers of een klasse van aandeelhouders geen overeenstemming wordt bereikt, op grond van art. 373 lid 2 respectievelijk sub c en sub d WCO II-voorstel de betreffende tegenstemmende klasse toch aan het akkoord kan worden gebonden indien die klasse niet in redelijkheid tot het stemgedrag heeft kunnen komen, *tenzij* die klasse onder het akkoord een uitkering ontvangt die lager is dan de uitkering die zij zou ontvangen indien de boedel van de schuldenaar in faillissement zou worden vereffend.<sup>89</sup> Dit kan ertoe leiden dat klassen vermogensverschaffers – in het uiterste geval – op grond van een waarderingsrapport gebaseerd op de liquidatiewaarde buitenspel kunnen worden gezet. In een pre-insolventie situatie waarbij het alternatief van het akkoord niet (automatisch) inhoudt dat een faillissement volgt (hetgeen bij intrekking van surseance vaak wel het geval is), lijkt mij dat onjuist.<sup>90</sup> Dit is in het WHOA-voorstel hersteld.<sup>91</sup>

87 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition, p. 1039 en 1099.

88 Toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 113.

89 Voor een klasse van schuldeisers met een pand- of hypotheekrecht, of een klasse van schuldeisers met een eigendomsvoorbehoud, geldt een andere test; zie: art. 373 lid 2 sub a en b WCO II-voorstel.

90 Ik verwijs naar § 5.5. Vgl. M.L. Lennarts, ‘De WCO II: solide basis voor herstructureren of voer voor litigation?’; in: M. Holtzer e.a., *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut; Vol. 128), Deventer: Wolters Kluwer, p. 284-286.

91 Ik verwijs naar § 5.7.

Daarnaast is de best interests of creditors test in het WCO II-voorstel niet van toepassing als een individuele schuldeiser zich tegen algemeen verbindend verklaring van het dwangakkoord verzet, terwijl de klasse waartoe de betreffende schuldeiser behoort in meerderheid heeft voorgestemd.<sup>92</sup> Ook dit is in het WHOA-voorstel hersteld.<sup>93</sup> Daarnaast is gesignaleerd dat in het WCO II-voorstel de absolute priority rule niet wordt overgenomen.<sup>94</sup>

Het INSOLAD-voorstel introduceert ten aanzien van het surseanceakkoord een variant op het Chapter 11 akkoord en stelt dat de absolute priority rule bij cram down van in meerderheid tegenstemmende klassen dient te worden overgenomen.<sup>95</sup> INSOLAD betoogt dat de absolute priority rule met art. 273 INSOLAD-voorstel, hetgeen gaat over de stemming van het surseanceakkoord, wordt geïntroduceerd voor het surseanceakkoord. Ter toelichting het volgende.

Schuldeisers, aandeelhouders en andere winstgerechtigden die op grond van het surseanceakkoord geen waarde ontvangen of behouden, stemmen niet; hun klasse wordt geacht het surseanceakkoord te hebben verworpen (art. 273 lid 6 INSOLAD-voorstel). Een klasse van schuldeisers, aandeelhouders of andere winstgerechtigden heeft het plan geaccepteerd indien meer dan de helft van de vreemd vermogenverschaffers die een stem hebben uitgebracht, vertegenwoordigende ten minste twee derde van de in art. 271, vierde lid sub 1 bedoelde in die klasse uitgebrachte stemmen, zijn stem heeft uitgebracht voor het akkoord.<sup>96</sup> Art. 273 lid 9 INSOLAD-voorstel bepaalt vervolgens:

“Indien een andere klasse het akkoord niet heeft geaccepteerd of op grond van het zesde lid geacht wordt het akkoord niet te hebben geaccepteerd, bepaalt de rechter-commissaris dat deze klasse niettemin geacht wordt het akkoord te hebben geaccepteerd *indien geen van de lager gerangschikte schuldeisers, aandeelhouders of andere winstgerechtigden enige waarde ontvangt of behoudt uit hoofde van het akkoord*, behoudens voor zover die waarde correspondeert met nieuwe financiering.” [cursivering SvdB]

92 Vgl. R.J. van Galen, ‘De surseance als echte reorganisatieprocedure’, *TvI* 2015/23.

93 Ik verwijs naar § 5.7.

94 Ik verwijs naar § 5.5. Vgl. R.J. van Galen, ‘De surseance als echte reorganisatieprocedure’, *TvI* 2015/23.

95 Toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 99.

96 Art. 273 lid 7 INSOLAD-voorstel.

Volgens INSOLAD introduceert art. 273 lid 9 INSOLAD-voorstel de Amerikaanse absolute priority rule in Nederland.<sup>97</sup> Door de aldus geformuleerde artikelen lijkt het INSOLAD-voorstel op het vraagstuk van de verdeling van de waarde van de onderneming (inderdaad) dichter tegen het huidige Chapter 11 aan te zitten dan het WCO II-voorstel.

In paragraaf 6.3 is echter weergegeven dat de Amerikaanse absolute priority rule meerdere rechterlijke afwegingen dient in te houden. Art. 273 lid 9 INSOLAD-voorstel lijkt slechts het in paragraaf 6.3.2 weergegeven onderdeel (1)<sup>98</sup> en onderdeel (2) te implementeren: pas als een tegenstemmende klasse niet volledig wordt voldaan, is het relevant vast te stellen of een klasse met een lagere rang onder het akkoord een waarde behoudt of ontvangt. Indien dit het geval is, dan geldt dat het akkoord in strijd is met de Amerikaanse absolute priority rule. Aldus lijkt het INSOLAD-voorstel onderdeel (3) te missen: het akkoord is (ook) in strijd met de absolute priority rule indien een klasse met een hogere rang meer waarde behoudt of ontvangt dan het bedrag van haar vordering.<sup>99</sup> Naast art. 273 lid 9 INSOLAD-voorstel geldt nog slechts de beschermende toets van art. 275 lid 1 INSOLAD-voorstel (waarover hierna meer), terwijl de continuerende vermogensverschaffers meer waarde kan toekomen dan het bedrag van hun vordering(en).

#### *Rekenvoorbeeld*

Het verschil tussen het huidige Chapter 11 en het INSOLAD-voorstel ziet er in een gesimplificeerd rekenkundig voorbeeld als volgt uit. Stel, een onderneming is gefinancierd met 40 senior vreemd vermogen en 30 junior vreemd vermogen. Ik ga uit van nominale waarden. Voor het akkoord worden waarderingsrapporten gepresenteerd waaruit een liquidatiewaarde van 50 en een going concern waarde van 70 volgt. Laten we aannemen dat het akkoord inhoudt dat de vordering van de junior vreemd vermogenverschaffers wordt afgewaardeerd tot 10. Daarnaast zullen de senior vreemd

97 Toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 113. Voor een weerlegging van de stelling dat hiervan thans op grond van art. 2:23b lid 1 BW, art. 153 Fw of 272 Fw reeds sprake zou zijn, wordt verwezen naar: J.M. Hummelen, *Aandeelhouders, absolute prioriteit en de debt-for-equity swap*, University of Groningen Faculty of Law Research Paper 07/2014, p. 4.

98 Namelijk (min of meer) via art. 273 lid 5 INSOLAD-voorstel, hetgeen inhoudt dat stakeholders wiens rechten niet door het akkoord worden aangetast niet stemmen. Hun klasse wordt geacht het akkoord te hebben aanvaard.

99 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition, p. 1168.



vermogenverschaffers de nieuwe aandeelhouder worden. Dit is dus een 100% (senior) debt-for-equity swap. Na het akkoord is de schuldenlast sterk gereduceerd omdat er slechts nog 10 aan de junior vreemd vermogenverschaffers verschuldigd is. De voormalig senior vreemd vermogenverschaffers houden alle aandelen in de vennootschap, die gecontinueerd wordt, waarvan de activa 70 waard zijn.

De klasse junior vreemd vermogenverschaffers stemt echter tegen het akkoord en de vraag is wat de rechtbank kan oordelen. Geen van de lager gerangschikte klassen (schuldeisers of aandeelhouders of andere winstgerechtigden) ontvangt of behoudt enige waarde uit hoofde van het akkoord. Immers, van de aandeelhouders wordt afscheid genomen. Aan art. 273 lid 9 INSOLAD-voorstel is dus voldaan; de rechter-commissaris kan bepalen dat de klasse junior vreemd vermogenverschaffers geacht wordt het akkoord te hebben geaccepteerd.

In art. 275 INSOLAD-voorstel zijn vervolgens de weigeringsgronden voor homologatie van het akkoord opgenomen. Dit zijn overwegend de gronden zoals die thans ook in art. 272 Fw zijn te vinden, aldus het INSOLAD-voorstel.<sup>100</sup> Elke individuele junior vreemd vermogenverschaffer kan vervolgens nog tegen het akkoord bezwaar maken op grond van art. 275 lid 1 (eerste opsommingstekens) INSOLAD-voorstel, stellende dat hij (die betreffende vermogensverschaffer) onder het akkoord minder waarde ontvangt dan het geval zou zijn indien het akkoord geen doorgang zal vinden. Art. 272 lid 2 Fw luidt thans:

“[de rechtbank] zal de homologatie weigeren: 1. Indien de baten van de boedel de bij het akkoord bedongen som te boven gaan; (...)”

Art. 275 lid 1 INSOLAD-voorstel luidt:

“(...) De rechtbank weigert de homologatie indien een van de volgende gronden zich voordoet: 1. de schuldeiser, aandeelhouder of andere winstgerechtigde die bezwaar maakt ontvangt of behoudt onder het akkoord minder waarde dan het geval zou zijn indien het akkoord geen doorgang zou vinden.”

INSOLAD stelt dat deze twee weigeringsgronden hetzelfde zijn.<sup>101</sup>

---

100 Toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 116.

101 Toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 116.

Het INSOLAD-voorstel geeft weer dat de in art. 272 lid 2 sub 1 Fw genoemde zinsnede zo “*moet worden uitgelegd dat iedere schuldeiser ten minste datgene dient te ontvangen wat hem bij liquidatie zou toekomen*”. Dit criterium wordt door INSOLAD aangeduid als het liquidatiecriterium.<sup>102</sup> Dit liquidatiecriterium komt overeen met de best interests of creditors test en geldt als absolute ondergrens voor elke vermogensverschaffer.<sup>103</sup> Ook individuele schuldeisers die in een klasse zitten die voor het akkoord heeft gestemd (en dus door de meerderheid van die klasse wordt gedwongen), maar zelf tegen waren, genieten zodoende wel enige bescherming.<sup>104</sup> Naar het oordeel van het hof Leeuwarden ligt in het in art. 272 lid 2 sub 1 Fw neergelegde vereiste besloten dat met elkaar worden vergeleken enerzijds het bedrag dat de concurrente crediteuren ingevolge het akkoord zouden ontvangen en anderzijds het bedrag dat zij, buiten het akkoord, bij voortzetting van de surséance gevolgd door liquidatie ten gevolge van een faillissement naar verwachting zouden ontvangen.<sup>105</sup>

In het bovengenoemde voorbeeld kan homologatie op grond van art. 275 lid 1 (eerste opsommingsteken) INSOLAD-voorstel echter niet geweigerd worden. In geval van liquidatie van het vermogen van de schuldenaar

102 Toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 93.

103 Toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 93; Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1129(a)(7)(A). De problematiek aangaande deze testen luistert erg nauw. Art. 373 lid 2 sub c en d WCO II-voorstel zou naar mijn idee afbreuk kunnen doen aan de positie van crammed-down vermogensverschaffers. Het pre-insolventieakkoord (WCO II) en het insolventieakkoord (surseance- of faillissementsakkoord) zijn echter andere rechtsfiguren omdat (onder andere) in het WCO II-voorstel geldt dat een schuldenaar “ter herstructurering van zijn schulden” een akkoord kan aanbieden en niet de voorwaarde bevat dat de schuldenaar zonder het pre-insolventieakkoord zal overgaan tot het aanvragen van het faillissement. De hypothetische scenario’s zoals die voor de vermogensvergelijking bij de weigerings- of homologatiegronden van toepassing zijn, zijn dus verschillend. Zie verder: hoofdstuk 5; M.L. Lennarts, ‘De WCO II: solide basis voor herstructureren of voer voor litigation?’; in: M. Holtzer e.a., *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut; Vol. 128), Deventer: Wolters Kluwer, p. 284-286.

104 C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition, p. 98, 1137.

105 R.o. 38, Gerechtshof Leeuwarden 21 juli 2006, *ECLI:NL:GHLEE:2006:AY4796*. Vgl. Gerechtshof Leeuwarden 5 november 2004, *ECLI:NL:GHLEE:2004:AR5308*. Dit neemt overigens niet weg dat in faillissement bepaalde activa alsnog “*going concern*” verkocht kunnen worden. Vgl. J.M. Hummelen, ‘Het faillissementsakkoord. De efficiëntie van de wettelijke regeling onderzocht vanuit het perspectief van de creditors’ bargain theorie’, *Tvl* 2010/26, § 4.3.

wordt volgens deze toets de liquidatiewaarde gerealiseerd, hetgeen in bovengenoemd voorbeeld is geschat op 50. Van dit bedrag zouden de senior en junior vreemd vermogenverschaffers respectievelijk 40 en 10 uitgekeerd krijgen. Met of zonder het akkoord bedraagt de uitkering van de junior vermogenverschaffers – op papier – 10 en dus wordt aan deze weigeringsgrond niet voldaan.

Zoals weergegeven houdt de Amerikaanse absolute priority rule niet alleen in dat bij een tegenstemmende klasse, de vraag moet worden beantwoord of een klasse met een lagere rang onder het akkoord waarde behoudt of ontvangt. De regel houdt ook in dat een akkoord in strijd is met de absolute priority rule als een klasse met een hogere rang meer waarde ontvangt dan het nominale bedrag van haar vordering. In het Amerikaanse stelsel wordt deze vraag beantwoord aan de hand van de going concern waarde, omdat de onderneming going concern aan de betreffende vermogensverschaffers wordt verkocht.

In bovengenoemd voorbeeld ontvangen senior vermogenverschaffers een 100% aandelenbelang in een onderneming die 70 waard is. De waarde van het aandelenbelang, dus de ondernemingswaarde minus de uitstaande schuld aan de junior vermogenverschaffers (10), bedraagt 60. De klasse senior vermogenverschaffers gaat er – op papier – 20 op vooruit, namelijk 60 (aandelenwaarde) minus 40 (bedrag van de voormalige vordering). Dit betekent dat deze klasse als gevolg van het akkoord meer waarde toekomt dan het bedrag van haar vordering. Het going concern surplus komt hierdoor volledig toe aan de senior vermogenverschaffers. Dit akkoord is in strijd met (het derde onderdeel van) de absolute priority rule en dus is dit akkoord – naar Amerikaanse maatstaven – niet fair and equitable.

Op grond van het bovenstaande concludeer ik dat de in art. 273 lid 9 INSOLAD-voorstel opgenomen absolute priority rule minder evenwichtig is dan de Amerikaanse regel. Een mogelijk resultaat van de huidige formulering van art. 273 lid 9 INSOLAD-voorstel is dat als gevolg van het akkoord aan een hogere klasse meer waarde kan toekomen dan het bedrag van haar vordering. Ten aanzien van dit effect kan de rechter niet langer ingrijpen. De aan de rechtbank toegekende beleidsvrijheid wordt namelijk beperkt. Het INSOLAD-voorstel schaft het huidige art. 272 lid 3 Fw (“Zij kan

*ook op andere gronden en ook ambtshalve de homologatie weigeren.”) af. Zodoende wordt weliswaar de deal certainty vergroot,<sup>106</sup> maar voor bovenstaande problematiek was dit artikel een nuttige strohalm geweest. Indien bovengenoemd effect als onwenselijk wordt beoordeeld, zou de Nederlandse absolute priority rule moeten worden uitgebreid door toe te voegen dat voorts geen hoger gerangschikte klasse meer waarde ontvangt of behoudt uit hoofde van het akkoord dan het bedrag van haar vorderingen.*

## 6.6 Samenvatting en conclusie

Zowel het WCO II-voorstel, het INSOLAD-voorstel voor een nieuwe surseanceregeling als het WHOA-voorstel zijn op Chapter 11 gebaseerd, terwijl het American Bankruptcy Institute juist aanbevelingen heeft gepresenteerd voor wijzigingen hiervan. ABI stelt dat de waardering van een onderneming op het moment dat de onderneming in financieel moeilijkheden verkeert, de out of the money vermogensverschaffers onredelijk kan benadelen. Als de economie zich na een akkoord herstelt, komt de nieuwe aandeelhouder – de voormalige klasse(n) in the money (veelal gesecureerde) crediteuren – de waardeestijging van de onderneming toe. Voor zover deze waarde boven het bedrag van de voormalige vorderingen uitstijgt, is het akkoord *de facto* in strijd met de Amerikaanse absolute priority rule, zo luidt de redenering van ABI. Om deze onbalans te corrigeren beveelt ABI de “redemption option value” aan.

Het voorstel van ABI houdt er rekening mee dat de waardering (en dus de schatting van de toekomstige kasstromen) op het moment van herstructureren te laag kan zijn, althans dat elke vermogenstitel een optiewaarde (de kans op een waardeestijging) vertegenwoordigt die niet in de waardering (en de daarop gebaseerde herstructurering) tot uiting komt. ABI heeft voorgesteld om de klasse vermogensverschaffers die op grond van de reorganisatiewaarde net out of the money is, een gedeelte van de optiewaarde toe te kennen. Het gaat hier niet om alle vermogensverschaffers, maar slechts om de klasse vermogensverschaffers die bij een hogere waardering als eerste aanspraak maakt op de betreffende waarde.

---

106 Toelichting op het INSOLAD-voorstel, § 117.

Chapter 11 van de U.S. Bankruptcy Code zou volgens ABI zo moeten worden gewijzigd dat de rechter het akkoord kan goedkeuren als aan deze tegenstemmende (net out of the money zijnde) klasse een gedeelte van de mogelijke waardestijging van de onderneming wordt toegekend. Dit economisch belang moet volgens ABI gebaseerd worden op de (theoretische berekening van de) redemption option value. Dit betreft de optiewaarde om de onderneming tegen de nominale waarde van de vorderingen van de in the money crediteuren te kopen. Deze optie vertegenwoordigt (in theorie) waarde voor het geval dat de onderneming meer waard wordt dan de vorderingen van de in the money crediteuren.

Het WCO II-voorstel, het INSOLAD-voorstel en het WHOA-voorstel doen geen suggestie voor een soortgelijk mechanisme. Het WCO II-voorstel bevat ook geen absolute priority rule. Ondanks dat INSOLAD stelt dat het wel de absolute priority rule introduceert ten aanzien van het voorgestelde surseanceakkoord, is weergegeven dat dit slechts een beperkte variant is van de Amerikaanse absolute priority rule. Bij de modernisering van de Nederlandse reorganisatiewetgeving is de verdeling van een mogelijke waardestijging van een gereorganiseerde onderneming in beperkte mate aan bod gekomen.

In tegenstelling tot het WCO II-voorstel, bevat het WHOA-voorstel (in art. 381 lid 4 WHOA-voorstel) homologatievoorwaarden die ertoe strekken dat tegenstemmende klassen vermogensverschaffers onder het pre-insolventieakkoord overeenkomstig hun rang aanspraak maken op een deel van de met het akkoord gerealiseerde waarde: de reorganisatiewaarde. Afgezien van de formulering van deze voorwaarden is het WHOA-voorstel daarmee evenwichtiger vormgegeven dan het WCO II-voorstel en biedt het de tegen een dwangakkoord stemmende vermogensverschaffers meer rechtsbescherming.

Wat betreft de werking en implementatie van de redemption option value bestaat nog veel onduidelijkheid. Volgens ABI leidt het beginsel tot een efficiënter en redelijker herstructureringsproces. Vanuit waarderingsperspectief zijn bij dit beginsel echter de nodige vraagtekens te plaatsen. In een waardering kan al rekening worden gehouden met de cycliciteit van een markt. Daarnaast zal de waardering reeds rekening houden met een bepaalde (cyclische) business case en (mogelijk) stijgende verwachte kasstromen. Mocht blijken dat de waarde van de onderneming op een later moment

hoger is dan de uitgevoerde waardering ten behoeve van het akkoord, dan geldt slechts dat achteraf gezien er sprake is geweest van onderwaardering op het moment van doorvoering van het akkoord. De (redelijke) aannames zijn vanwege interne of externe factoren niet volledig uitgekomen. Natuurlijk is de kans op onderwaardering er altijd, ik vind het echter niet zuiver om dit risico in feite toe te rekenen aan de continuerende vermogensverschaffers die – bij voortduring – risico lopen met de continuerende financiering (en dus ook het ‘risico’ op waardeestijging dragen).

ABI is met de aanbeveling van de redemption option value echter wél vooruitstrevend en biedt een extra perspectief hoe tegen de verdeling van een mogelijke waardeestijging van een geherstructureerde onderneming aan te kijken. Het Nederlandse WCO II-voorstel, het INSOLAD-voorstel en het WHOA-voorstel gaan niet op dit beginsel in, maar van de Amerikaanse gedachte kan wel gezegd worden dat die een Oudnederlands tintje bevat, namelijk: *“van de verdeling komt de winst”*.<sup>107</sup>

---

107 Dit motto gebruikte de befaamde econoom en Nobelprijswinnaar Jan Tinbergen (12 april 1903 – 9 juni 1994) om al zijn boeken van een Ex Libris te voorzien, zodat hij bij het openslaan van zijn boeken telkens werd herinnerd aan de wijze waarop volgens hem de wereld kon worden verbeterd.

## HOOFDSTUK 7

### HERSTRUCTURERINGSMIDDEL VOOR DISTRESSED DEBT INVESTORS: CREDIT BIDDING

(*Ondernemingsrecht 2016/61*)

#### 7.1 Onderzoeksvraag

Deelvraag 4 luidt:

“Is credit bidding naar Nederlands recht mogelijk en wat is daarbij de functie van waardering?”

#### 7.2 Inleiding

Zoals uiteengezet in paragraaf 3.1 kan een herstructurering van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en) vennootschapsrechtelijk, operationeel of financieel van aard zijn.<sup>1</sup> Beknopt samengevat gaat het bij financiële herstructureringen om wijzigingen van de (voorwaarden van de) vermogensstructuur die noodzakelijk zijn omdat de vermogensstructuur op enig moment niet langer aansluit op de verdien capaciteit van de onderneming.<sup>2</sup> Voor een financiële herstructurering van een lening buiten faillissement gelden de gewone regels van verbintenissenrecht en is – in de regel<sup>3</sup> – de instemming van de leninggever vereist. Met het WCO II-voorstel en het WHOA-voorstel zijn voorstellen gedaan om financiële

---

1 A. Damodaran, *The dark side of valuation*, 2010, 2e druk, p. 329-333.

2 Doordat het woord ‘herstructurering’ een open begrip is, zijn er ook nog andere indelingen denkbaar. Zie bijv.: W.J. Slagter, *Herstructurering en reorganisatie*, Deel 10 (Re)organisatie, Fusie en Overname, Zutphen: Uitgeverij Paris, 2011, p: 14 en 87 e.v.; R.D. Vriesendorp, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2013, p. 5.

3 Zie: r.o. 3.5.4, HR 12 augustus 2005, NJ 2006/230, JOR 2005/257 (Groenemeijer/Payroll); recent Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden, RI 2016/27 (r.o. 3.12) t.a.v. een dwangakkoord ex art. 287a Fw; zie ook: A.D.W. Soedira, *Het akkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2011, p. 261-287 en B. Wessels, *Het akkoord*, Deventer: Wolters Kluwer 2013, p. 101-134.

herstructurerings buiten faillissement eenvoudiger door te kunnen voeren, namelijk door een dwangakkoord en dus zonder de consensus van alle betrokken vermogensverschaffers. In faillissement bestaat dit middel al,<sup>4</sup> maar wordt het zelden toegepast.<sup>5</sup>

Wanneer een financiële herstructurering buiten faillissement niet langer haalbaar of gewenst is, kan de leninggever met een pand- of hypotheekrecht mogelijk tot uitwinning van het zekerheidsrecht overgaan. Hiervoor is vereist dat de leningnemer niet langer aan de betalingsverplichtingen onder de lening voldoet en in verzuim is.<sup>6</sup> Bij complexe en omvangrijke financieringsstructuren bleek de afgelopen jaren dat *distressed debt investors* (ook) in Nederland leningen hebben opgekocht.<sup>7</sup> Een distressed debt investor is een investeerder die schuld koopt tegen een prijs die lager is dan de nominale waarde van de vordering, in de verwachting daar uiteindelijk meer dan de door hem betaalde koopprijs voor terug te krijgen.<sup>8</sup> Auteurs verschillen van mening over de vraag of distressed debt investors waarde creëren of vernietigen. Sommigen kwalificeren deze investeerders als “*vultures*” (aasgieren) die slechts speculeren op winst op korte termijn en niet bijdragen aan duurzame waardecreatie.<sup>9</sup> Anderen stellen juist dat deze

- 4 Art. 138-172 Fw. Vgl. R.D. Vriesendorp, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2013, p. 306.
- 5 De reden hiervoor is voornamelijk dat het akkoord alleen de concurrente schuldeisers bindt, terwijl die concurrente schuldeisers in de meeste faillissementen vaak toch al niets ontvangen. Vgl. R.J. van Galen, ‘De surseance als echte reorganisatieprocedure’, *TvI* 2015/23.
- 6 Art. 3:248 en 3:268 BW. Daarnaast kan de executie ex art. 509 Rv of art. 461a Rv van een beslaglegger of, in geval van hypotheek, van een lager gerangschikte hypotheekhouder ex art. 544 lid 3 Rv worden overgenomen.
- 7 Zie bijv.: M. Windt en J.M. Hummelen, ‘De stem van de schuldeisers als gereedschap van de curator’, in: *De gereedschapskist van de curator*, INSOLAD Jaarbundel 2015, p. 305. Zie ook: HR 07 juli 2017, NJ 2018, 364, ECLI:NL:HR:2017:1281, m.nt. F.M.J. Verstijlen.
- 8 M.M. Harner, ‘Trends in Distressed Debt Investing: an empirical study of investors’ objectives’, *ABI Law Review*, Vol. 16:69, p. 69-110: “The term “distressed debt investor” generally refers to hedge funds, private equity firms, banks with proprietary trading desks and other non-traditional lenders. These investors typically do not have prior lending relationships with the company. Rather, they purchase the company’s debt strictly as an investment opportunity. (...) Their investment strategies and workout approaches often differ from those of traditional lenders in the restructuring context.” Vgl. F.A. Jiménez, ‘Distressed debt trading’, *TvI* 2001, p. 3. Zie voor de brede toepassing van dit begrip bijv.: Rb Amsterdam 4 mei 2016, JOR 2016/327, RO 2016/65, § 3.3.
- 9 H.R. Miller, *Chapter 11 Reorganization Cases and the Delaware Myth*, 55 VAND. L. REV. 1987, 2016 (2002) (“In that environment, distressed debt traders may sacrifice the long-term viability of a debtor for the ability to realize substantial and quick returns on their investments.”).



partijen door het creëren van liquiditeit, kennis en/of ervaring een waardevolle aanvulling bieden bij herstructureringsprocessen.<sup>10</sup> Actieve betrokkenheid van distressed debt investors (bijvoorbeeld door een rol in het bestuur te nemen) zou zelfs leiden tot betere resultaten van de geherstructureerde vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.<sup>11</sup> Voor een toelichting op deze standpunten verwijs ik naar Amerikaanse financiële en juridische literatuur.<sup>12</sup>

Amerikaanse voorbeelden laten zien dat een distressed debt investor als vreemd vermogenverschaffer verschillende strategieën kan volgen.<sup>13</sup> Eén daarvan is de *loan-to-own* strategie, waarvan in de Verenigde Staten meerdere varianten bestaan. Eén variant is de strategie om een gesecureerde vordering van een zekerheidsgerechtigde over te nemen, waarna: (i) de vermogensstructuur zo wordt aangepast dat het betreffende vreemd vermogen

- 
- 10 P.M. Goldschmid, 'More phoenix than vulture: The case for distressed investor presence in the bankruptcy reorganization', *Columbia Business Law Review*, 2005, p. 191–274 ("The arrival of distressed debt investors can add new, positive energy to the reorganization process.").
- 11 D.B. Kamensky, 'Furthering the Goals of Chapter 11: Considering the Positive Role of Hedge Funds in the Reorganization Process', 22 AM. BANKR. INST. L. REV. 235, 237 (2014) ("distressed debt investors create efficiencies in the chapter 11 process and improve the active, productive negotiations that are critical to maximum value"); E.S. Hotchkiss and R.M. Mooradian, 'Vulture investors and the market for control of distressed firms', *Journal of Financial Economics*, 1997, 43, p. 401–432. ("Overall, the cross-sectional analysis adds to the evidence that vultures add value through their activity in management of the restructured firm."). Zie ook: E.L. Altman, 'The role of distressed debt markets, hedge funds and recent trends in bankruptcy on the outcomes of chapter 11 reorganizations', *ABI Law Review*, Vol. 22:75, 2013, p. 85.
- 12 Voor een statistisch overzicht over de betrokkenheid van hedge funds in chapter 11 wordt verwezen naar: W. Jiang, K. Li, W. Wang, 'Hedge Funds and Chapter 11', *The Journal of Finance*, april 2012; M.M. Harner, 'Trends in Distressed Debt Investing: an empirical study of investors' objectives', *ABI Law Review* (2008), Vol. 16:69, p. 69–110; M.M. Harner e.a., 'Activist Investors, Distressed Companies, and Value Uncertainty', 22 AM. BANKR. INST. L. REV. 167 (2014). En voor een meer algemene beschouwing wordt verwezen naar: S.C. Gilson, *Creating Value through Corporate Restructuring*, 2<sup>e</sup> druk, 2010, p. 53–56.
- 13 E.L. Altman maakt onderscheid tussen drie strategieën: "passive" (slechts handel in schuldpapier), "active" (indirect, bijv. via een plek in de schuldeiserscommissie, invloed proberen uit te oefenen tijdens een faillissement) of "active-control" (gericht op directe invloed op de schuldenaar op grond van post-restructuring positie als aandeelhouder en/of bestuurder). E.L. Altman, 'The role of distressed debt markets, hedge funds and recent trends in bankruptcy on the outcomes of chapter 11 reorganizations', *ABI Law Review*, Vol. 22:75, 2013, p. 84.

wordt omgezet in aandelenkapitaal; of (ii) de zekerheidsgerechtigde meebiedt op het onderpand met als doel om het onderpand zelf te kopen.<sup>14</sup> In het Amerikaanse rechtssysteem kan bij variant (ii) gebruik worden gemaakt van *credit bidding*. Credit bidding houdt in dat de zekerheidsgerechtigde zelf meebiedt op het te verkopen goed voor een bedrag ter hoogte van maximaal de uitstaande schuld van de leningnemer aan de leninggever.<sup>15</sup> Credit bidding kan voor een investeerder gunstig zijn: nadat de koopprijs voor de gesecureerde vordering in een eerder stadium is voldaan, is bij de executie geen additionele liquiditeit vereist. Hoe groter het verschil tussen de aankoopprijs van de vordering en de waarde van het uitgewonnen goed, hoe lucratiever de deal.

In paragraaf 7.3 wordt nader toegelicht wat credit bidding naar Amerikaans recht precies inhoudt. Vervolgens wordt aan de hand van een uitleg over parate executie door een pand- of hypotheekhouder (paragraaf 7.4) geanalyseerd of credit bidding al dan niet in strijd is met Nederlands recht (paragraaf 7.5).

### 7.3 Credit bidding naar Amerikaans recht

Naar Amerikaans recht bestaat het recht van credit bidding zowel binnen als buiten Chapter 11.<sup>16</sup> Beknopt weergegeven kan een onderneming, met het oog op de continuïteit van de onderneming, worden geherstructureerd door: (i) een *Plan of Reorganization*;<sup>17</sup> of (ii) verkoop van delen van de

14 S.C. Gilson, *Creating Value through Corporate Restructuring*, 2e druk, 2010, p. 20-26.

15 D.S. Bernstein e.a., 'The logic and limits of credit bidding by secured creditors under the bankruptcy code', 22 juli 2011, p. 1; S.C. Gilson, *Creating Value through Corporate Restructuring*, 2e druk, 2010, p. 20-26; P.R. Hage e.a., *Credit Bidding in Bankruptcy Sales: A Guide for Lenders, Creditors, and Distressed-Debt Investors*, American Bankruptcy Institute; 1st edition (2015), p. 2; H.P. Nesvold e.a., *The art of distressed M&A*, 2011, p. 392 e.v. Zie ook: G.Á.C. Orbán en R.J. de Weijs, 'Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar Amerikaans en Nederlands recht', *Tvl* 2016/15.

16 In re aRenne, 55 F.Supp. 868, 873 (D. Neb. 1944) ("Orders for sale under the provisions of Title 11 (...) are normally analogous to decrees or orders for sale in foreclosure of real estate mortgages."); Vgl. D.S. Bernstein e.a., 'The logic and limits of credit bidding by secured creditors under the bankruptcy code', 22 juli 2011, p. 5; P.R. Hage e.a., *Credit Bidding in Bankruptcy Sales: A Guide for Lenders, Creditors, and Distressed-Debt Investors*, American Bankruptcy Institute; 1st edition (2015), p. 12.

17 Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar § 5.3.

onderneming (door een 363-sale).<sup>18</sup> In de praktijk blijkt dat steeds grotere delen van de onderneming going concern worden verkocht.<sup>19</sup> Een asset sale kan ook onderdeel uitmaken van een Plan of Reorganization. In beide situaties bestaat het recht van credit bidding maar credit bidding bij een asset sale die onderdeel uitmaakt van een Plan of Reorganization valt buiten de scope van dit hoofdstuk.<sup>20</sup>

Wat betreft de 363-sale is het de zekerheidsgerechtigde toegestaan om zijn vordering met de koopprijs op het onderpand te verrekenen. Het recht van credit bidding is als volgt geformuleerd:

*“At a sale under subsection (b) of this section of property that is subject to a lien that secures an allowed claim, unless the court for cause orders otherwise the holder of such claim may bid at such sale, and, if the holder of such claim purchases such property, such holder may offset such claim against the purchase price of such property.”*<sup>21</sup> [onderstreping SvdB]

- 
- 18 Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar: N.W.A. Tollenaar, ‘Faillissementsrecht van Nederland: geef ons de pre-pack!’, *Tvl* 2011/23, § 3; R.G. Sable e.a., ‘When the 363-sale is the Best Route’, *Journal of Bankruptcy Law and Practice*, afl. 15.
- 19 C.J. Tabb, *The Bankruptcy Clause, the Fifth Amendment, and the Limited Rights of Secured Creditors in Bankruptcy*, p. 4 (“Controlling secured lenders often use chapter 11 as a vehicle to foreclose on their assets. Traditional corporate reorganizations are becoming a rara avis; the strongly emerging norm is for debtors to be liquidated in speedy ‘§ 363 sales,’ the reference being to the Bankruptcy Code section authorizing sales.”).
- 20 Hiervoor wordt verwezen naar 11 U.S.C. § 1129(b)(2)(A)(ii); *RadLAX Gateway Hotel LLC v. Amalgamated Bank*, 132 S. Ct. 2065 (2011); P.R. Hage e.a., *Credit Bidding in Bankruptcy Sales: A Guide for Lenders, Creditors, and Distressed-Debt Investors*, American Bankruptcy Institute; 1st edition (2015), p. 72; D.S. Bernstein e.a., ‘The logic and limits of credit bidding by secured creditors under the bankruptcy code’, 22 juli 2011. Voor een nadere uiteenzetting van *RadLAX Gateway Hotel LLC v. Amalgamated Bank*, 132 S. Ct. 2065 (2011) en de daarmee verband houdende jurisprudentie: *In re Philadelphia Newspapers, LLC*, 599 F.3d 298 \*305-310 (2010) en *In re The Pacific Lumber Co.*, 584 F.3d 229 (5th Cir. 2009) wordt verwezen naar: S.J.L.M. van Bergen, ‘Onroerend goed onder water: Herstructurering naar Amerikaans voorbeeld door middel van credit bidding?’ in: *Perspectieven voor vastgoedfinanciering*, Stichting Fundatie Bachiene, 2014, p. 230-240.
- 21 Chapter 3, title 11, U.S.C. § 363(k). Zie bijv. *In re Delphi Corporation*, Case No. 05-44481 (RDD) (Bankr. S.D.N.Y.).

Het recht van credit bidding biedt de zekerheidsgerechtigde dus de mogelijkheid om mee te bieden, het onderpand te kopen en de koopprijs in mindering te brengen op de uitstaande vordering.

*“The right of setoff (also called “offset”) allows entities that owe each other money to apply their mutual debts against each other, thereby avoiding the absurdity of making A pay B when B owes A.”<sup>22</sup>*

Met uitzondering van de situatie dat de koopprijs van het onderpand hoger is dan de hoogte van de vordering, is er dus geen verplichting om daadwerkelijk geld over te maken, hetgeen een “kasrondje” voorkomt. Credit bidding voorkomt ook dat een zekerheidsgerechtigde akkoord moet gaan met een verkoop aan een derde partij voor een prijs die lager is dan de hoogte van de geseceerde vordering. Acht de zekerheidsgerechtigde de geboden prijs (in contanten; het *cash bid*) te laag, dan kan hij meebieden op het onderpand. Elke (derde) partij die meent dat de zekerheidsgerechtigde het onderpand onder marktwaarde probeert te verkrijgen kan op zijn beurt een bod uitbrengen dat hoger is dan het credit bid. De gedachte is dat dit onderhandelingskader leidt tot de juiste verkoopprijs van het onderpand.<sup>23</sup>

Daarnaast voorkomt credit bidding dat de zekerheidsgerechtigde transactiekosten moet maken voor de financiering van de koopprijs en/of investeringsalternatieven van de aangewende geldmiddelen misloopt, zelfs in het geval dat de koopprijs binnen een paar dagen na de transactie aan de zekerheidsgerechtigde zou worden terugbetaald. Ook geldt dat door

---

22 Citizens Bank of Maryland v. Strumpf, 516 U.S. 16, 18 (1995) (citing Studley v. Boylston Nat. Bank, 229 U.S. 523, 528 (1913)); see also 11 U.S.C. § 553.

23 De U.S. Supreme Court heeft in RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank, 132 S. Ct. 2065, 2070 n.2 (2012) aangegeven dat: “the ability to credit bid helps to protect a creditor against the risk that its collateral will be sold at a depressed price” en “it enables the creditor to purchase the collateral for what it considers the fair market price (up to the amount of its security interest) without committing additional cash to protect the loan.” Zie ook: S.J.L.M. van Bergen, ‘Onroerend goed onder water: Herstructureren naar Amerikaans voorbeeld door middel van credit bidding?’ in: *Perspectieven voor vastgoedfinanciering*, Stichting Fundatie Bachiene, 2014, p. 203, 241-245, en de aldaar aangehaalde Amerikaanse literatuur en uitspraken. Zie ook: *Baker Hughes Oilfield Operations, Inc. v. Morton (In re R.L. Adkins Corp.)*, 2015 BL 116996 (5th Cir. Apr. 23, 2015).

een credit bid de competitie toeneemt, hetgeen kan leiden tot meer en hogere biedingen.<sup>24</sup> Als keerzijde wordt gesteld dat credit bidding juist kan leiden tot bevrozing van het biedproces (*"chill bidding"*), omdat de zekerheidsge-rechtigde met zijn credit bid alternatieve biedingen vaak op voorhand kan overtreffen.<sup>25</sup>

De afgelopen jaren is de kritiek op credit bidding bij loan-to-own strate-gieën in Amerika toegenomen.<sup>26</sup>

*"Instead of being used as a shield to protect against a sale to a third party at a below-market price, credit bidding is increasingly used as a sword by secured lenders to acquire a company."*<sup>27</sup>

De kritiek is voornamelijk gebaseerd op de gedachte dat credit bidding niet in lijn is met de onderliggende gedachte van de U.S. Bankruptcy Code, te weten opbrengstmaximalisatie voor de gezamenlijke crediteuren.<sup>28</sup> De rechter speelt in dit proces een belangrijke rol. Hierboven onderstreepte ik het gedeelte *"unless the court for cause orders otherwise"*. Dit geeft weer dat de rechter de discretionaire bevoegdheid heeft om niet akkoord te gaan met het

24 V. Buccola e.a., 'Credit bidding and the design of bankruptcy auctions', 18 *George Mason Law Review*, 2010/99, p. 100.

25 Hiervan wordt gesteld dat de vrees niet gerechtvaardigd is omdat zekerheidsge-rechtigden alleen zullen bieden indien de prijs die door een derde geboden is te laag zou zijn. Zie: P.R. Hage e.a., *Credit Bidding in Bankruptcy Sales: A Guide for Lenders, Creditors, and Distressed-Debt Investors*, American Bankruptcy Institute; 1st edition (2015), p. 8-9.

26 R. Brubaker, *Credit Bidding and the Secured Creditor's Baseline Distributional Entitle-ment in Chapter 11*, Bankruptcy Law Letter, 32 No. 7 Bankruptcy Law Letter 1 (2012).

27 P.R. Hage e.a., *Credit Bidding in Bankruptcy Sales: A Guide for Lenders, Creditors, and Distressed-Debt Investors*, American Bankruptcy Institute; 1st edition (2015), p. 105.

28 Bijv.: Pioneer Inv. Servs. Co. v. Burnswick Assoc. L.P., 507 U.S. 380, 389 (1993) (*"Whereas the aim of a Chapter 7 liquidation is the prompt closure and distribution of the debtor's estate, Chapter 11 provides for reorganization with the aim of the rehabilitating the debtor and avoiding forfeitures by creditors."*); M.P. Richman and T.J. Salerno, *Resolved: loan-to-own DIP lenders should not be allowed to credit bid*, American Bankruptcy Institute (25th Annual Spring Meeting, Educational Materials, April 12-15, 2007); C.J. Tabb, 'Credit bidding, security, and the obsolescence of chapter 11', *University of Illinois law review*, 18 January 2013, p. 103-150. (*"(...) the preferred default rule is not to allow credit bidding, but only resort to such a safeguard if the secured creditor actually needs it in the particular case."*).

credit bid.<sup>29</sup> De rechter moet hierbij rekening houden met de belangen van de betrokken partijen en streven naar opbrengstmaximalisatie voor de gezamenlijke crediteuren.<sup>30</sup>

Credit bidding is dus geen absoluut recht; de rechter heeft de mogelijkheid daarvan af te wijken en heeft dat in het verleden gedaan bij gesecureerde vorderingen waarvan de hoogte van de nominale vordering werd betwist. Recentere uitspraken zijn meer gericht op voorkoming van de uitholling van het Amerikaanse faillissementsrecht. Zo is de hoogte van een credit bid beperkt tot de koopprijs van de gesecureerde vordering omdat de rechter, kort gezegd, voldoende bewezen achtte dat als het credit bid niet beperkt werd dit zou leiden tot een lagere opbrengst voor de gezamenlijke crediteuren. In de betreffende zaak was sprake van een investeerder die korte tijd bij de onderneming betrokken was en speculeerde op een snelle transactie, terwijl er anderzijds aanwijzingen waren voor een competitieve auction, mogelijk resulterend in een hogere opbrengst dan het credit bid. De nominale waarde van de vordering was USD 168.5 miljoen (welke vordering voor USD 25 miljoen was gekocht) en het credit bid USD 75 miljoen, terwijl de opbrengst bij de veiling uiteindelijk ongeveer USD 150 miljoen was.<sup>31</sup> In een andere zaak werd de mogelijkheid tot credit bidding beperkt op grond van de volgende argumenten:

*“The confluence of (i) Lender’s less than fully-secured lien status; (ii) Lender’s overly zealous loan-to-own strategy; and (iii) the negative impact Lender’s misconduct has had on the auction process has created the perfect storm, requiring curtailment of Lender’s credit bid rights.”<sup>32</sup>*

De rechter beperkte de hoogte van het credit bid in deze zaak tot ongeveer 36% van het nominale bedrag van de gesecureerde vordering. Uit bovenstaande voorbeelden moet echter zeker niet geconcludeerd worden dat de

---

29 In re Laguna Associates Ltd. Partnership, 30 F.3d 734, 737 (6th Cir. 1994).

30 Florida Dept. of Revenue v. Piccadilly Cafeterias, Inc., 554, U.S. 33, 51 (2008); N.L.R.B. Bildisco and Bildisco, 465 U.S. 513, 527 (1984); In re RML Dev., Inc., 2014 WL 3378578 (Bankr. W.D. Tenn., 10 July 2014).

31 In re Fisker Automotive Holdings Inc., 510 B.R. 55 (Bankr. D. Del. 2014), § 4 en 5.

32 In re The Free Lance-Star Publishing Co. of Fredericksburg, VA, 512, B.R. 798 (bankr. E.D. Va. 2014).

hoogte van het credit bid naar Amerikaans recht altijd beperkt is tot de koopprijs van de vordering of een door de rechter vast te stellen percentage van de nominale vordering.<sup>33</sup>

Het ABI heeft in het ABI-rapport overwogen dat credit bidding wellicht in bepaalde mate een chilling effect veroorzaakt, maar dat dit effect op zichzelf niet voldoende is om de “cause” in te kleuren en dus het credit bid te beperken.<sup>34</sup> De aanbeveling van het ABI over credit bidding bij een 363-sale luidt:

*“In a sale under section 363 of the Bankruptcy Code involving a secured creditor’s collateral, the secured creditor should be permitted to credit bid up to the amount of its allowed claim relating to such collateral unless the court orders otherwise for cause. For purposes of this principle, the potential chilling effect of a credit bid alone should not constitute cause, but the court should attempt to mitigate any such chilling effect in approving the process. Section 363(k) should be clarified accordingly.”<sup>35</sup>*

Dit lijkt in lijn met de jurisprudentie, waaruit volgt dat het recht op credit bidding de norm moet zijn en door de rechter opgelegde afwijkingen hiervan de “extraordinary exception”.<sup>36</sup> Hoewel een rechter dus onder omstandigheden een credit bid kan inperken, geldt dat credit bidding naar Amerikaans recht nog steeds een bruikbaar herstructureringsmiddel

33 P.R. Hage e.a., *Credit Bidding in Bankruptcy Sales: A Guide for Lenders, Creditors, and Distressed-Debt Investors*, American Bankruptcy Institute; 1st edition (2015), p. 49; G.R. Warner, ‘Slam Dunk for Credit Bid Cap’, *GT Restructuring Review*, 19 February 2014, and G.R. Warner, ‘Credit Bidding and the Clash of Old and New Bankruptcy’, *GT Restructuring Review*, 5 February 2014: “(...) the judge did not declare a new rule that the amount paid for the claim was the correct limit to place on the credit bid. The parties presented only three options: (1) allow credit bidding without restriction; (2) prohibit credit bidding entirely; or (3) limit it to the amount paid for the claim. The stipulated facts provided no support for denying the credit bid altogether, provided strong reasons for limiting it, and provided no factual basis upon which the judge could have picked a bid cap different from the amount paid for the claim.”

34 Written Statement of D. Spinelli: ‘TMA Field Hearing Before the ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11’, 3 november 2012.

35 ABI-rapport p. 146-147.

36 *In re RML Dev., Inc.*, 2014 WL 3378578 (Bankr. W.D. Tenn., 10 July 2014) (“The modification or denial of credit bid rights for cause under § 363(k) should be an extraordinary exception that is used only upon equitable considerations (e.g., competing claims, collusion, or other fraudulent or bad faith acts). This court is convinced that, where a creditor holds an uncontested secured claim, it should ordinarily be permitted to bid at a § 363 sale of its collateral regardless of its intrinsic impact on other bidding.”).

kan zijn bij een loan-to-own strategie. Voor de vraag of credit bidding naar Nederlands recht mogelijk is, wordt hierna eerst ingegaan op executie van zekerheidsrechten door een pand- of hypotheekhouder.

## 7.4 Executie pand- en hypotheekrecht naar Nederlands recht

### 7.4.1 Executie pandrecht

Een pandhouder is bevoegd tot executie over te gaan op het moment dat de schuldenaar *“in verzuim is met de voldoening van hetgeen waarvoor het pand tot waarborg strekt”*.<sup>37</sup> Een pandrecht kan slechts strekken tot waarborg van een verplichting tot betaling van een geldsom.<sup>38</sup> Voor verzuim is vereist dat de vordering op de schuldenaar opeisbaar is, de schuldeiser de schuldenaar schriftelijk in gebreke heeft gesteld, en de schuldenaar zijn verplichting niet binnen de gestelde termijn voldoet.<sup>39</sup> Soms is geen schriftelijke ingebrekestelling vereist, bijvoorbeeld wanneer een voor voldoening afgesproken termijn verstrijkt.<sup>40</sup> Partijen kunnen van deze wettelijke regeling ook contractueel afwijken en afspreken dat geen schriftelijke ingebrekestelling vereist is. Op grond van art. 6:80 BW treedt verzuim vervroegd in, reeds voordat de vordering opeisbaar is, indien; (i) de schuldeiser uit een mededeling van de schuldenaar moet afleiden dat deze tekort zal schieten; of (ii) de schuldeiser goede gronden heeft te vrezen dat de schuldenaar tekort zal schieten en de schuldenaar weigert zich bereid te verklaren zijn verplichtingen na te komen.<sup>41</sup>

Voordat het verkoopproces van het verpande goed wordt toegelicht, merk ik nog op dat de executie van openbaar verpande vorderingen veelal door inning zal plaatsvinden. Deze bevoegdheid blijft bij de pandgever, zolang het pandrecht niet aan de schuldenaar van de vordering is medegedeeld.<sup>42</sup>

37 Art. 3:248 lid 1 BW.

38 Art. 3:227 lid 1 BW.

39 Art. 6:82 BW.

40 Art. 6:83 BW.

41 Vgl. HR 7 april 2006, *RvdW* 2006/374 (Ten Cate/Mr. Nagelmakers c.s.); HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/417 (Renault Nederland/Nieuwkoop).

42 Art. 3:246 BW. Ten aanzien van de bevoegdheden van de pandgever zijn relevant HR 21 februari 2014, *NJ* 2015/82 (r.o. 3.5.1) en voorts HR 18 december 2015, *NJ* 2016/34, *JOR* 2016/105 (vgl. HR 11 maart 2005, *NJ* 2006/362) en HR 9 december 2016 (ECLI:NL:HR:2016:2833). Zie hierover ook: I.C. Engels en A. Ourhris, 'Wie mag het faillissement van de schuldenaar van een verpande vordering aanvragen?', *Tvl* 2016/17; S. Houdijk en M.S. Breeman, 'De reikwijdte van de (innings) bevoegdheid van de openbare pandhouder', *FIP* 2016(5), 30 juli 2016.



Noodzakelijk is deze route echter niet. Het recht van parate executie geldt namelijk ook voor pandrecht op vorderingen. In art. 3:248 BW is immers bepaald dat de pandhouder bij verzuim van de schuldenaar “het verpande goed” mag verkopen en het hem verschuldigde op de opbrengst mag verhalen.<sup>43</sup>

#### 7.4.2 Openbare verkoop

De executoriale verkoop van een verpand goed moet in beginsel “in het openbaar” plaatsvinden.<sup>44</sup> Hiervoor moet de zekerheidsgerechtigde de verkoop vooraf publiekelijk aankondigen zodat het publiek mee kan bieden. Tussen het moment van aankondiging en verkoop moet voldoende tijd liggen om als geïnteresseerde een bod uit te kunnen brengen.<sup>45</sup> In de Wet ambtelijk toezicht bij openbare verkopen is (niet meer) bepaald (dan) dat openbare verkopen van roerende zaken plaats moeten vinden ten overstaan van een notaris of deurwaarder.<sup>46</sup> Strikt genomen is deze wet slechts van toepassing op roerende zaken en niet op openbare verkoop van vermogensrechten. Niettemin is het aan te bevelen de openbare verkoop van bijvoorbeeld aandelen (en niet alleen de levering van aandelen) ook plaats te laten vinden ten overstaan van een deurwaarder of notaris. De pandhouder is bij de openbare verkoop bevoegd mee te bieden en de verpande vermogensrechten zelf te verwerven.<sup>47</sup> De wetgever acht dit niet in strijd met het toe-eigeningsverbod.<sup>48</sup> Verder geldt voor de executoriale verkoop een regeling die vergelijkbaar is met de wettelijke regeling van

43 De executieopbrengst is bij executie van een pandrecht op vorderingen echter veelal lager dan bij de inning van de verpande vorderingen; vgl. H.J. Snijders e.a., *Goederenrecht*, Studiereeks Burgerlijk Recht, deel 2, nr. 557.

44 Art. 3:250 lid 1 BW.

45 Rb Breda 15 november 1994, KG 1995, 21; Adv.bl. 1995, p. 889; vgl. art. 474g Rv.

46 Art. 1 Wet ambtelijk toezicht bij openbare verkopen, Wet van 15 december 1971, *Stb.* 1972, 355.

47 Art. 3:250 lid 3 BW.

48 Art. 3:235 BW. Zonder toe-eigeningsverbod bestaat het risico dat de zekerheidsgerechtigde wordt bevoordeeld doordat de waarde van het verbonden goed de geseceureerde vordering overstijgt. Vgl. R. Verhagen, ‘Het vervalbeding bij pand en hypotheek. De interpretatie multiplex van het toe-eigeningsverbod (C. 8.34(35).3)’, *Groninger Opmerkingen en Mededelingen*, 2009, p. 85. Ten aanzien van de verkoop aan de pandhouder op grond van art. 3:251 lid 1 BW geldt dat de toevoeging “als koper” duidelijk maakt dat ook bij zo’n verkoop moet worden gehandeld alsof er een opbrengst is gerealiseerd, met de verplichting de overwaarde af te dragen (art. 3:253 BW). Vgl. F.M.J. Verstijlen, *Algemene bepalingen pand en hypotheek*, Monografieën BW, BII, Deventer: Wolters Kluwer 2013, p. 50.

de openbare verkoop die volgt op 'executoriaal beslag op roerende zaken die geen registergoederen zijn'.<sup>49</sup> Uit de wettelijke regeling volgt onder andere dat de deurwaarder bevoegd is te vorderen dat aan hem de door elke bieder geboden koopsom ter hand wordt gesteld en hij de koopsom onder zich mag houden, totdat de zaak is toegewezen.<sup>50</sup> De deurwaarder kan hiervan afzien als een bieder zekerheid stelt, bijvoorbeeld in de vorm van een bankgarantie.<sup>51</sup> In art. 474 Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering ("Rv") is vervolgens ook bepaald dat de deurwaarder verantwoordelijk is voor de verkregen opbrengst en dat hij hieruit de kosten van executie voldoet.

#### 7.4.3 Andere wijzen van verkoop

De wet biedt mogelijkheden om verkoop niet in het openbaar maar onderhands te laten plaatsvinden: de voorzieningenrechter kan op verzoek van de pandhouder (of de pandgever) een andere wijze van verkoop bepalen,<sup>52</sup> of pandgever en pandhouder kunnen samen een andere wijze van verkoop overeenkomen.<sup>53</sup> Voor de eerste mogelijkheid geldt dat de voorzieningenrechter kan bepalen dat de verkoop aan een derde zal plaatsvinden, of dat het pand voor een door de rechtbank vast te stellen bedrag aan de pandhouder zal verblijven. Voor de vraag of de voorzieningenrechter verlof kan verlenen om het pand op onderhandse wijze te verkopen, moet (slechts) vaststaan dat deze afwijkende wijze van verkoop een zo hoog mogelijke opbrengst van het pand realiseert, een en ander in het belang van de pandgever, andere schuldeisers met voorrang bij de verdeling van de executieopbrengst en andere schuldeisers in het algemeen.<sup>54</sup> Voor de variant waarbij pandgever en pandhouder samen een andere wijze van

49 P.A. Stein, *GS Vermogensrecht*, art. 3:250 BW, aant. 6. Art. 439 Rv e.v.

50 Art. 469 lid 2 Rv.

51 P.A. Stein, *GS Vermogensrecht*, art. 3:250 BW, aant. 6.

52 Art. 3:251 lid 1 BW.

53 Art. 3:251 lid 2 BW.

54 Vgl. r.o. 4.3, Rb Amsterdam 10 september 2009, *JOR* 2009/340; r.o. 4.2, Rb Breda 28 maart 2011, *ECLI:NL:RBBRE:2011:BQ1324*; r.o. 4.4, Rb Amsterdam 23 augustus 2012, *ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439*. Vgl. O.R. van Brunschot, 'Executie van verpande aandelen', *FIP*, december 2009, nr. 8, p. 251; I. van Gasteren, 'Financiële herstructurerings door middel van uitwinning van een pandrecht op aandelen', *FIP*, februari 2010, nr. 1, p. 20.

verkoop overeenkomen, geldt dat die mogelijkheid pas ontstaat nadat de pandgever in verzuim is. Een voordien overeengekomen beding tot afwijkende verkoop is ongeldig.<sup>55</sup>

#### 7.4.4 Executie hypotheekrecht

De executoriale verkoop van onroerende zaken door een hypotheekhouder moet ook in het openbaar plaatsvinden,<sup>56</sup> maar afwijken van deze hoofdregel kan op grond van art. 3:268 lid 2 BW. Op verzoek van de hypotheekhouder, de hypotheekgever of – sinds de Wet Wijziging Executoriale Verkoop<sup>57</sup> – de executoriaal beslaglegger, kan de voorzieningenrechter van de rechtbank bepalen dat de verkoop onderhands geschiedt op grond van een overeenkomst die hem ter goedkeuring wordt voorgelegd. Hiervoor moet de formele route van de openbare verkoop zijn opgestart (dus na aankondiging op grond van art. 515 Rv e.v.), waarna bidders tot twee weken vóór de bepaalde verkoopdag onderhands op de te executeren zaak bij de notaris een bod kunnen doen.<sup>58</sup> De notaris stuurt de biedingen naar de hypotheekhouder en de hypotheekgever.<sup>59</sup> Vervolgens kan tot één week vóór de verkoopdag bij de voorzieningenrechter van de

55 P.A. Stein, *GS Vermogensrecht*, art. 3:251 BW, aant. 19 met verwijzing naar HR 17 januari 1929, NJ 1929/622; W. 11951.

56 Art. 3:268 lid 1 BW.

57 Als gevolg van de Wijziging van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering en het Burgerlijk Wetboek in verband met het transparanter en voor een breder publiek toegankelijk maken van de executoriale verkoop van onroerende zaken (*“Wet Wijziging Executoriale Verkoop”*) zijn het Rv en Boek 3 BW op 1 januari 2015 gewijzigd. Een bespreking van de Wet Wijziging Executoriale Verkoop gaat het doel van dit hoofdstuk te buiten. Zie: E. Vochteloo, *‘Wetswijziging executieveilingen in een notendop’*, *Bedrijfsjuridische berichten*, 2015/15; F. Stroucken en J.J. Martinek-De Waal, *‘Wetsvoorstel internetveilingen: de wijzigingen voor de hypotheekhouder’*, *Beslag en executie voor de rechtspraak* 2014, nr. 5.

58 Art. 3:268 lid 4 BW jo. art. 547 lid 2 Rv. Vgl. SDU Commentaar art. 3:268, commentaar C.3.2, O.N.S. Hakvoort. Zie voor een praktijkvoorbeeld: r.o. 2.2.4 en 2.2.5, Rb Amsterdam 27 november 2012, ECLI:NL:RBAMS:2012:BY4260.

59 Art. 3:268 lid 4 BW jo. art. 547 lid 3 Rv.

rechtbank een verzoekschrift tot onderhandse verkoop worden ingediend.<sup>60</sup> Op grond van art. 3:268 lid 3 BW staat tegen de beschikking van de voorzieningenrechter geen hogere voorziening open.<sup>61</sup>

Uit het arrest De Staatssecretaris van Financiën/X<sup>62</sup> (“Motorpassagierschip-arrest”) lijkt te kunnen worden afgeleid dat de Hoge Raad art. 3:268 lid 2 BW ruim uitlegt.<sup>63</sup> Hij oordeelt in dit arrest dat er – in geval van verzuim – bij onderhandse verkoop van een met hypotheek bezwaard goed op grond van een overeenkomst tussen de hypotheekgever (c.q. curator in het faillissement van de hypotheekgever) en de hypotheekhouder sprake is van een executoriale verkoop,<sup>64</sup> ook al is niet voldaan aan de voorwaarden die art. 3:268 lid 2 BW stelt.<sup>65</sup> Dit houdt dus in dat noch een openbare verkoop ten overstaan van een notaris plaatsvindt, noch het onderhandse bod ter goedkeuring aan de voorzieningenrechter wordt voorgelegd. Als gevolg van de overeenkomst vindt de verkoop plaats ten behoeve van de hypotheekhouder (die zich als separatist kan verhalen op de opbrengst). Hetzelfde geldt bij verkoop door de curator na overeenstemming tussen de curator en de hypotheekhouder. Deze systematiek vloeit voort uit ING/Hielkema q.q. waarin de Hoge Raad heeft bepaald dat oneigenlijke lossing “zowel bij pand als bij hypotheek” een vorm van executie is die moet worden onderscheiden van de wettelijke of eigenlijke lossing zoals bedoeld in art. 58 lid 2 Fw.<sup>66</sup>

60 Art. 3:268 lid 4 BW jo. art. 548 lid 1 Rv. Zie ook: MvT Wet Wijziging Executoriale Verkoop, p. 22; vgl. P.A. Stein, *GS Vermogensrecht*, art. 3:268 BW. Vgl. M.L.M. Bindels e.a., ‘Uitwinningsperikelen’, in: *Faillissement en vastgoed*, INSOLAD Jaarboek 2012, p. 119.

61 Een uitzondering op deze bepaling volgt uit HR 17 juni 1994, *NJ* 1995/367: een hogere voorziening staat wel open indien de voorzieningenrechter buiten het toepassingsgebied van art. 3:268 BW is getreden, het artikel ten onrechte heeft toegepast dan wel buiten toepassing heeft gelaten of essentiële vormen heeft verzuimd.

62 HR 15 maart 2013, *JOR* 2014/270.

63 In de literatuur is gesteld dat de ruime uitleg alleen bij fiscale vraagstukken geldt; zie S.J.L.M. Bergen, ‘Oneigenlijke lossing als vorm van parate executie (!)’, *WPNR* 7033 (2014), § 8. Met Faber en Vermunt (N.E.D. Faber, N.S.G.J. Vermunt, ‘Eigenlijke (wettelijke) en oneigenlijke (contractuele) lossing’, *MvV* 2015, nr. 07/08) meen ik dat de overwegingen van de Hoge Raad niet fiscaal zijn ingekleurd.

64 Vgl. r.o. 3.3.2, HR 15 december 2017, *ECLI:NL:HR:2017:3149*.

65 R.o. 3.3.1, HR 15 maart 2013, *JOR* 2014/270.

66 R.o. 3.4, HR 25 februari 2011, *NJ* 2012/74, *JOR* 2014/271, m.nt. N.E.D. Faber en N.S.G.J. Vermunt; *NJ* 2012/74, m.nt. F.M.J. Verstijlen. Vgl. R.D. Vriesendorp, ‘Onderhandse uitwinning van zekerheidsrechten’: Executoriaal of vrijwillig, ‘that is the question’ in: *Groninger Zekerheid – Liber Amicorum Wim Reehuis*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 463-465.

Ondertussen is veel over deze problematiek geschreven. Zo is beargumenteed dat het oordeel dat de overeenkomst tussen de hypotheekhouder en de hypotheekgever tot verkoop ook buiten faillissement leidt tot het uitoefenen van het recht van parate executie door de hypotheekhouder, in strijd is met art. 3:268 lid 2 BW en moet worden gezien als “slip of the pen” van de Hoge Raad.<sup>67</sup> Een overeengekomen onderhandse verkoop die niet voldoet aan de eisen van art. 3:268 lid 2 BW zou in faillissement vanwege kort gezegd het toezicht van de rechter-commissaris en de betrokkenheid van de curator echter wel een executoriale verkoop kunnen zijn.<sup>68</sup> Ook wordt gesteld dat de hypotheekhouder en de curator overeen kunnen komen dat de curator zijn “eigen executiebevoegdheid” aanwendt ten behoeve van de pand- of hypotheekhouder en dat de verkoop in dat geval kan worden aangemerkt als een executie van dat pand- of hypotheekrecht.<sup>69</sup> Volgens anderen kan de hypotheekhouder echter niet op een andere wijze verhaal nemen dan genoemd in art. 3:268 BW. Een daartoe strekkend beding is nietig op grond van art. 3:268 lid 5 BW.<sup>70</sup>

Op grond van de ratio van een executietraject en het te bereiken resultaat dient art. 3:268 BW naar mijn mening in faillissement ruim te worden uitgelegd. Dit houdt in dat het verkoopproces voor de opbrengstmaximalisatie zo efficiënt mogelijk moet zijn ingericht (en onderhandse executoriale verkoop zonder de in de wet genoemde voorbereidingshandelingen plaats moet kunnen vinden), terwijl anderzijds voldoende toezicht wordt behouden om geen afbreuk te doen aan andermans (mogelijke) rechten.

67 F.E.J. Beekhoven van den Boezem en G.J.L. Bergervoet, ‘Onderhandse verkoop, executie en verrekening’, in: *Groninger Zekerheid – Liber Amicorum Wim Reehuis*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 18; F.E.J. Beekhoven van den Boezem en R. van den Bosch, ‘Zekere zekerheid; het belang van zekere zekerheid voor de financiering van het bedrijfsleven’, *MvV* 2015, nr. 07/08, p. 206.

68 F.E.J. Beekhoven van den Boezem en G.J.L. Bergervoet, ‘Onderhandse verkoop, executie en verrekening’, in: *Groninger Zekerheid – Liber Amicorum Wim Reehuis*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 18. Vgl. HR 25 februari 2011, *NJ* 2014/264, noot F.M.J. Verstijlen, § 8.

69 A. Steneker, ‘Uitbestede executie’, *WPNR* 7033 (2014), p. 918.

70 “De wet voorziet simpelweg niet in de mogelijkheid van een onderhandse executoriale verkoop van een met hypotheek bezwaard goed enkel op grond van een overeenkomst tussen de hypotheekgever, c.q. curator in het faillissement van de hypotheekgever, en de hypotheekhouder.” Aldus: N.E.D. Faber, N.S.G.J. Vermunt, ‘Eigenlijke (wettelijke) en oneigenlijke (contractuele) lossing’, *Maanblad voor Vermogensrecht* 2015, nr. 07/08; HR 15 maart 2013, *JOR* 2014/270; HR 25 februari 2011, *NJ* 2012/74, m.nt. F.M.J. Verstijlen; *JOR* 2014/271, m.nt. N.E.D. Faber, N.S.G.J. Vermunt.

In faillissement lijkt deze waarborg door de betrokkenheid van de curator en de rechter-commissaris ex art. 101 Fw jo. art. 176 lid 2 Fw aanwezig te zijn.<sup>71</sup> Er is in de literatuur echter onduidelijkheid over de vraag of de toestemming van de rechter-commissaris ook is voorgeschreven bij oneigenlijke lossing/onderhandse executoriale verkoop door de curator.<sup>72</sup> Het zou goed zijn als de Hoge Raad op dit punt nog helderheid verschaft.<sup>73</sup> In het Motorpassagierschip-arrest heeft de rechter-commissaris de door de curator verzochte toestemming gegeven.<sup>74</sup> Het lijkt mij dat curatoren de betreffende toestemming tot onderhandse executoriale verkoop in de praktijk ook zullen verzoeken. Bovengenoemde opvattingen richten zich vooral op art. 3:268 lid 2 en lid 5 BW. In paragraaf 7.5 analyseer ik welke rol art. 3:270 BW speelt bij credit bidding.<sup>75</sup>

Naast de wijzen van executoriale verkoop bestaat de mogelijkheid van niet-executoriale verkoop, bijvoorbeeld doordat de hypotheekgever op grond van een overeenkomst tussen de hypotheekhouder en –gever tot

71 Vgl. F.E.J. Beekhoven van den Boezem en G.J.L. Bergervoet, 'Onderhandse verkoop, executie en verrekening', in: *Groninger Zekerheid – Liber Amicorum Wim Reehuis*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 17-19; noot F.M.J. Verstijlen onder HR 25 februari 2011, NJ 2012/74, § 8.

72 N.E.D. Faber, N.S.G.J. Vermunt, Eigenlijke (wettelijke) en oneigenlijke (contractuele) lossing', MvV 2015, nr. 07/08, § 6 en HR 25 februari 2011, NJ 2012/74, JOR 2014/271, m.nt. N.E.D. Faber en N.S.G.J. Vermunt, § 6: "Ten aanzien van een eigenlijke lossing bepaalt art. 68 lid 2 Fw dat de curator de machtiging van de rechter-commissaris behoeft. Voor een onderhandse executoriale verkoop door de curator op de voet van art. 101 of art. 176 Fw is blijkens deze bepalingen de toestemming van de rechter-commissaris vereist. Met betrekking tot een oneigenlijke lossing wordt in de wet niets bepaald en, indien men de nieuwe benadering van de Hoge Raad volgt, is geen van de genoemde regelingen die uitgaan van een vorm van preventief rechterlijk toezicht, dwingendrechtelijk van toepassing. Daardoor zou een oneigenlijke lossing slechts onderworpen zijn aan het algemene toezicht van de rechter-commissaris ingevolge art. 64 Fw, hetgeen ons ongelukkig en ongewenst voorkomt."

73 N.E.D. Faber, N.S.G.J. Vermunt, Eigenlijke (wettelijke) en oneigenlijke (contractuele) lossing', *Maanblad voor Vermogensrecht* 2015, nr. 07/08, § 6; HR 15 maart 2013, JOR 2014/270 en HR 25 februari 2011, NJ 2012/74, m.nt. F.M.J. Verstijlen; JOR 2014/271, m.nt. N.E.D. Faber, N.S.G.J. Vermunt, § 6; R.D. Vriesendorp, 'Onderhandse uitwinning van zekerheidsrechten: Executoriaal of vrijwillig, 'that is the question' in: *Groninger Zekerheid – Liber Amicorum Wim Reehuis*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 464.

74 R.o. 3.1.3, HR 15 maart 2013, JOR 2014/270.

75 Art. 3:270 lid 1 BW luidt: "De koper is gehouden de koopprijs te voldoen in handen van de notaris, te wiens overstaan de openbare verkoop heeft plaatsgevonden of door wie de akte van overdracht ingevolge de onderhandse verkoop is verleden. De kosten van de executie worden uit de koopprijs voldaan."

verkoop overgaat. Een alternatief is dat de hypotheekgever aan de hypotheekhouder een (onherroepelijke) volmacht verstrekt om de woning onderhands te verkopen en te leveren. Dit van de executoriale verkoop afwijkende alternatief komt niet in strijd met het toe-eigeningsverbod, omdat geen sprake is van toe-eigening maar van verkoop. Ook komt de verkoop niet in strijd met het verbod op een andere wijze van verhaal, omdat geen sprake is van verhaal.<sup>76</sup> Een nadeel van niet-executoriale verkoop is dat de hypotheekhouder die wil overgaan tot onderhandse verkoop “vrij van hypotheeken en beslagen” daarvoor een volmacht tot royement van de hypotheekhouders moet hebben en dat beslagen worden opgeheven.<sup>77</sup> Daarentegen vindt zuivering bij levering van een registergoed als gevolg van een executoriale verkoop en voldoening van de koopprijs wél plaats.<sup>78</sup> Dit is een belangrijke reden om de verkoop te kunnen kwalificeren als executoriaal.

De vraag of een verkoop wel of niet executoriaal is, speelt voorts een grote rol voor de vraag of verrekening ingevolge art. 53 en 54 Fw al dan niet is toegestaan.<sup>79</sup> Immers, als een bankrekening wordt gecrediteerd als gevolg van een opdracht van een derde, dan ontstaat daardoor een schuld van de bank aan de rekeninghouder. Het ontstaan van zo’n schuld is schuldoverneming in de zin van art. 54 Fw.<sup>80</sup> Dit is niet anders wanneer de creditering het gevolg is van de betaling aan de rekeninghouder van een door hem verkocht goed waarop een pand- of hypotheekrecht van de bank

76 I. Visser, ‘Een zo hoog mogelijke netto-opbrengst bij de executoriale verkoop van onroerende zaken’, *MvV*, 2014, nr. 4, p. 98.

77 Rb Oost-Brabant (vzr.) 10 september 2015, *JOR* 2015/244, m.nt. I. Visser, § 6; annotatie A.I.M. van Mierlo bij HR 5 september 2008, *NJ* 2009/154; *JOR* 2008/320, m.nt. Steneker.

78 Art. 3:273 BW.

79 Dit hoofdstuk beoogt geen overzichtsartikel te zijn ten aanzien van deze problematiek. In dit verband wordt verwezen naar recent bijv.: R.M. Wibier en F.A. van Tilburg, ‘Verrekening na faillissement; art. 54 Fw en de centrale positie van banken in het betalingsverkeer’, *Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht*, 2015-5, p. 249-257; B. Wessels, ‘Verrekening na faillissement’, *Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht*, 2015-5, p. 231-248.

80 Zie: HR 8 juli 1987, *NJ* 1988/104 (*Loeffen q.q./Mees & Hope I*); HR 7 oktober 1988, *NJ* 1989/449 (*AMRO/Curatoren THB*); HR 17 februari 1995, *NJ* 1996/471 (*Mulder q.q./CLBN*); en HR 7 november 2003, *JOR* 2004/57, m.nt. Faber (*Bouma q.q. en Lemstra q.q./Van der Heijden*).

rustte.<sup>81</sup> Bij een executoriale verkoop is art. 54 Fw niet van toepassing.<sup>82</sup> Bij een niet-executoriale verkoop zijn ter voorkoming van de gevolgen van art. 54 Fw door de Hoge Raad in ING/Gunning q.q. alternatieven gepresenteerd.<sup>83</sup> De verkoopopbrengst van de verhypothekerde of verpande goederen komt ten eerste “verrekeningsproof” aan de bank toe wanneer de koper de koopsom niet betaalt aan de verkoper maar rechtstreeks aan de bank. Ten tweede is dit het geval als de vordering tot betaling van de koopsom wordt verpand aan de bank, waarna de koper aan de bank betaalt op grond van haar inningsbevoegdheid (openbaar pandrecht) of betaalt aan de verkoper/eigenaar op diens rekening bij de bank.<sup>84</sup> De bank mag dan altijd – ook in het zicht van of tijdens faillissement – in rekening-courant verrekenen.<sup>85</sup>

## 7.5 Credit bidding naar Nederlands recht?

### 7.5.1 Betaling bij pandexecutie

Bij parate executie van een pandrecht (in de vorm van een onderhandse verkoop met toestemming van de voorzieningenrechter) kan gezegd worden dat de betreffende pandhouder verkoopt op grond van een eigen recht: het is de pandhouder die als verkoper optreedt en de betreffende vermogensrechten levert.<sup>86</sup> De pandhouder en de koper komen een koopovereenkomst overeen op grond waarvan de koper aan de pandhouder een koopsom verschuldigd wordt. De koper voldoet de koopprijs aan de

81 HR 23 april 1999, NJ 2000/30, JOR 1999/109, m.nt. Verhagen (Van Gorp q.q./Rabobank) en HR 19 november 2004, NJ 2005/199, JOR 2005/19, m.nt. Steneker (ING/Gunning q.q.).

82 R.o. 3.4.2, HR 14 februari 2014, NJ 2014/264 (Feenstra q.q./ING). Zie ook hierna § 7.5.1.

83 HR 19 november 2004, NJ 2005/199, m.nt. P. van Schilfgaarde (ING/Gunning q.q.). Vgl. bijv. N.E.D. Faber in TvI 2005/15 of F.H. van der Beek en K.A. Messelink in TvI 2014/23.

84 R.o. 3.11, HR 19 november 2004, NJ 2005/199 (ING/Gunning q.q.).

85 HR 17 februari 1995, NJ 1996/471, m.nt. W.M. Kleijn (Mulder q.q./CLBN).

86 F.M.J. Verstijlen, *Algemene bepalingen pand en hypotheek*, Monografieën BW, BII, Deventer: Wolters Kluwer 2013, p. 48; P.A. Stein, *Groene Serie Vermogensrecht*, commentaar art. 3:251 BW, nr. 20.



pandhouder.<sup>87</sup> Art. 3:253 BW houdt deze regel niet uitdrukkelijk in, “*maar gaat ervan uit dat die regel bestaat en regelt vervolgens de gevolgen die daaraan zijn verbonden*”.<sup>88</sup> Uit dit bedrag voldoet de pandhouder de kosten van executie. Van de resterende netto-opbrengst voldoet hij vervolgens het aan hem verschuldigde bedrag. De pandhouder is bevoegd hetgeen is ontvangen in mindering te brengen op de vordering op de pandgever.

Dit “in mindering brengen” is geen verrekening. De hoogte van de vordering van de zekerheidsgerechtigde neemt weliswaar af met het bedrag van de netto-opbrengst, maar hier is geen sprake van verrekening in de zin van de wet (art. 6:127 BW en art. 53 Fw).<sup>89</sup> Daarvoor is immers vereist dat vordering en schuld verrekenbaar tegenover elkaar staan.<sup>90</sup> De schuldeiser die als pandhouder tot de netto-opbrengst is gerechtigd, is niet tot schuldenaar van de pandgever geworden: hij is niet verplicht tot afdracht

87 N.E.D. Faber en N.S.G.J. Vermunt, ‘De Security Trustee in crisistijden’, in: *De Kredietcrisis*, Serie Onderneming en Recht deel 54, Deventer: Wolters Kluwer 2010, p. 140: “een pandhouder bij de uitwinning van activa – anders dan een hypotheekhouder of beslaglegger – zelf de (gehele) executieopbrengst in handen krijgt”; N.S.G.J. Vermunt, ‘Enkele knelpunten bij pand, hypotheek en beslag’, in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar Nieuw Burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 2002, p. 334: “In tegenstelling tot beslag en hypotheek zal bij executie door een pandhouder – doordat er geen sprake is van tussenkomst van een neutrale derde – de executieopbrengst eerst het vermogen van de pandhouder passeren, alvorens het aan de gerechtigden tot die opbrengst (...)”.

88 P.A. Stein, *Groene Serie Vermogensrecht*, art. 3:253 BW, aant. 2.

89 Recent: HR 14 februari 2014, *NJ* 2014/264 (Feenstra q.q./ING), § 3.4.2, m.nt. F.M.J. Verstijlen, § 11. Vgl. S.C.J.J. Kortmann, ‘Verrekening door de bank/stil pandhouder vóór of tijdens het faillissement van de pandgever’, in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar Nieuw Burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 2002, p. 397-398; N.E.D. Faber, *Verrekening* (diss.), Deventer: Kluwer 2005, nr. 3, 6, (voornamelijk) 111, 187 en 354; Vgl. R.D. Vriesendorp, ‘Onderhandse uitwinning van zekerheidsrechten: Executoriaal of vrijwillig, ‘that is the question’ in: *Groninger Zekerheid – Liber Amicorum Wim Reehuis*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 459. Zie voor rechtspraak: HR 29 januari 1993, *NJ* 1994/171, m.nt. P. van Schilfgaarde, § 4; HR 4 november 1994, *NJ* 1995/627, § 2; HR 19 september 1997, *RvdW* 1997/176, *JOR* 1997/133, m.nt. S.C.J.J. Kortmann, § 4; HR 3 december 2004, *NJ* 2005/200, m.nt. P. van Schilfgaarde; HR 16 september 2011, *NJ* 2012/89, m.nt. P. van Schilfgaarde; Gerechtshof ‘s-Gravenhage 16 september 2008, *JOR* 2009/169 en Rb Dordrecht 6 juni 2007, *JOR* 2007/220.

90 N.E.D. Faber, *Verrekening* (diss.), Deventer: Kluwer 2005, nr. 3, 6, (voornamelijk) 111, 187 en 354.

van hetgeen is ontvangen. Van verrekening van een schuld van de pandhouder aan de pandgever is dus geen sprake.<sup>91</sup> Dit geldt ook bij een rekening-courantverhouding tussen schuldenaar en schuldeiser. De creditering van de rekening is namelijk slechts een administratieve verwerking van de voldoening uit de verkoopopbrengst en heeft met verrekening in eigenlijke zin niets van doen.<sup>92</sup>

Bij openbare verkoop van de in pand gegeven zaak vindt de verkoop door de deurwaarder plaats.<sup>93</sup> Naar analogie van de art. 469 en 474 Rv is het de deurwaarder die de koopprijs in ontvangst moet nemen. In de literatuur wordt gesteld dat de deurwaarder daarbij slechts fungeert als intermediair: hij zal de koopprijs onmiddellijk na ontvangst aan de pandhouder moeten afgeven.<sup>94</sup> Op grond van deze gedachte is het voor credit bidding bij openbare verkoop wellicht mogelijk om de voorwaarde van art. 469 lid 1 en 474 Rv te negeren. Dat lijkt echter niet mogelijk indien de deurwaarder zich beroept op art. 469 lid 2 Rv, op grond waarvan de deurwaarder bevoegd is van de bieder te vorderen dat de geboden koopsom aan hem ter hand wordt gesteld en hij de koopsom onder zich kan houden, totdat de zaak is toegewezen. Voldoet de bieder hier niet aan dan vervalt zijn bod volgens art. 469 lid 2 Rv.<sup>95</sup> Als de pandhouder over wenst te gaan tot credit bidding dan zal dit echter waarschijnlijk via een onderhandse verkoop plaatsvinden. Er is immers geen reden voor een openbaar verkoopproces. De vraag naar de al dan niet analoge toepassing van art. 439 – art. 474 Rv lijkt voor dit hoofdstuk dus minder relevant en wordt niet verder behandeld.<sup>96</sup>

91 Noot van B.A. Schuijling en N.E.D. Faber onder HR 14 februari 2014, *NJ* 2014/264 (Feenstra q.q./ING), § 4.

92 N.E.D. Faber, *Verrekening* (diss.), Deventer: Kluwer 2005, p. 9 en 116. De Hoge Raad heeft de betreffende nuance gemaakt door in het arrest *Feenstra q.q./ING* verrekening tussen aanhalingstekens te plaatsen (zie r.o. 3.4.2.). Vgl. F.H. van der Beek en K.A. Messelink in *TvI* 2014/23, p. 8/10.

93 Art. 463 lid 1 Rv.

94 P.A. Stein, *GS Vermogensrecht*, art. 3:253 BW, aant. 2.

95 De gedachte bij een openbare executoriale verkoop is dat naast het weren van weinig solvabele bidders, zo ook bidders kunnen worden geëlimineerd bij wie de deurwaarder twijfelt aan de ernst van hun bod. A.J. Gieske, *T&C Burgerlijke Rechtsvordering*, art. 469 Rv, aant. 3.

96 Zie bijv.: noot I. van Gasteren, § 6, onder Rb Amsterdam 30 januari 2015, *JOR* 2015/158.

Bij onderhandse executie geldt op grond van art. 3:253 lid 1 BW dat wanneer er andere gerechtigden zijn de opbrengst wordt verdeeld op de in art. 490b Rv voorgeschreven wijze.<sup>97</sup> Hoewel art. 490b Rv wordt aangemerkt als de “pendant” van art. 551 Rv (en in art. 551 Rv is bepaald dat in geval van executie door een hypotheekhouder niet art. 551 Rv maar uitsluitend art. 3:270 BW van toepassing is),<sup>98</sup> is in art. 490b Rv niet expliciet bepaald dat bij de executie door een pandhouder het BW uitsluitend van toepassing is. De reden lijkt te zijn dat het BW een soortgelijke procedure als art. 3:270 BW niet voorschrijft voor pandexecutie.

Voor onderhandse pandexecutie schrijft de wet niet voor dat de koopprijs daadwerkelijk aan een bepaalde tussenpartij (bijvoorbeeld een notaris of deurwaarder) moet worden overgemaakt.<sup>99</sup> De pandhouder kan vervolgens buiten een eventuele rangregeling blijven.<sup>100</sup> De pandhouder moet echter wel verantwoording van het gestorte bedrag afleggen, waarna binnen de in art. 484 Rv bedoelde termijn geen tegenspraak ter zake van het door de pandhouder afgehouden bedrag moet worden gedaan (art. 490b lid 3 Rv) (lees: het bedrag moet niet betwist worden). Als de gesecureerde vordering hoger is dan de koopprijs en niet wordt betwist (ex art. 3:253 BW jo. art. 490b Rv), dan lijkt uit hoofde van genoemde artikelen geen (tijdelijke) betaling van geld door de pandhouder nodig te zijn. Op wetstechnische

---

97 Art. 490b lid 1 Rv luidt als volgt: “Indien een pandhouder krachtens zijn pandrecht heeft geëxecuteerd en er beperkt gerechtigden of beslagleggers zijn als bedoeld in de derde volzin van art. 253, eerste lid, van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek, wordt het daar bedoelde overschot dat van de netto-opbrengst na afhouding van het aan de pandhouder krachtens zijn rang toekomende is overgebleven, aan hen uitgekeerd overeenkomstig hetgeen zij en de pandgever omtrent de verdeling daarvan zijn overeengekomen.”

98 R.J.G. Mengelberg, *SDU Commentaar*, art. 551 Rv.

99 Vgl. N.S.G.J. Vermunt, ‘Enkele knelpunten bij pand, hypotheek en beslag’, in: S.C.J. J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar Nieuw Burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 2002, p. 334.

100 R.J.G. Mengelberg, *SDU Commentaar*, art. 490b Rv, aant. C.2: “Hoewel dat niet meteen volgt uit de woorden “de opbrengst tot tenminste het bedrag van het overschot” in het tweede lid, blijkt uit de volgende artikelleden, dat het de pandhouder vrijstaat niet alleen de kosten, maar ook zijn vordering uit de opbrengst te voldoen. De pandhouder kan dan zo buiten de rangregeling blijven.”

gronden heeft de pandhouder als koper – na de voldoening van de executiekosten – dus geen liquide middelen nodig om bij een onderhandse verkoop de koopprijs te voldoen.<sup>101</sup> Om deze reden is er bij pandexecutie in beginsel de mogelijkheid voor credit bidding.<sup>102</sup>

#### 7.5.2 Betaling bij hypotheekexecutie

Voor het toepassen van credit bidding bij een executoriale verkoop van een verhypothekerde zaak is het noodzakelijk dat: (i) de verkoop aan de hypotheekhouder kwalificeert als executoriaal; en (ii) de koopprijs door de koper, de hypotheekhouder, kan worden ‘verrekend’. In paragraaf 7.4 is uiteengezet wanneer aan voorwaarde (i) wordt voldaan. Wat betreft voorwaarde (ii) geldt allereerst dat ook een hypotheekhouder bij elke vorm van executoriale verkoop kan meebieden en als koper kan optreden.<sup>103</sup> De wet geeft aan dat bij executie door een hypotheekhouder niet art. 551 Rv maar uitsluitend art. 3:270 BW van toepassing is.<sup>104</sup> In art. 3:270 lid 1 BW is bepaald dat de koper de koopprijs in handen van de notaris moet voldoen.

Terwijl bij uitwinning van een pandrecht de koopprijs aan de verkopende pandhouder is verschuldigd, moet bij de uitwinning van een hypotheekrecht de koopprijs aan de notaris worden voldaan. Bij de openbare verkoop is dat de notaris die de openbare verkoop heeft begeleid; bij een onderhandse verkoop de notaris die de akte heeft verleden. De voldoening “in handen van de notaris” houdt in dat de koopprijs wordt gestort op de derdengeldrekening van de notaris.<sup>105</sup> Art. 3:270 BW schrijft voor dat de

101 Op de vraag of credit bidding al dan niet in strijd zou kunnen zijn met bijvoorbeeld de redelijkheid en billijkheid die de pandhouder in acht zou moeten nemen jegens andere schuldeisers, of dat bijvoorbeeld sprake kan zijn van ongerechtvaardigde verrijking, ga ik niet in.

102 Vgl. G.Á.C. Orbán en R.J. de Weijs, ‘Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar Amerikaans en Nederlands recht’, *TvI* 2016/15, § 6 (p. 117).

103 MvA II, Parl. Gesch. Boek 3, p. 835.

104 Art. 551 lid 5 Rv.

105 Wat dit betreft is er geen verschil tussen executie door een schuldeiser (die krachtens executoriale titel beslag heeft gelegd) of een hypotheekhouder. De in de art. 551-553 Rv. neergelegde regeling van de verdeling van de opbrengst van de executoriale verkoop van onroerende zaken gaat immers uit van de situatie dat de executiekoper de koopprijs in overeenstemming met art. 524 Rv heeft voldaan in handen van de notaris, die daaruit de kosten van de executie voldoet en, als een gerechtelijke rangregeling nodig blijkt, de netto-opbrengst stort bij de in art. 551 lid 2 bedoelde bewaarder. Zie: HR 12 juni 2009, *NJ* 2010/663, *JOR* 2009/273, § 3.5. In verband met het stelsel van de wettelijke rangregeling als hiervoor weergegeven brengt redelijke toepassing van de art. 551-553 Rv in verbinding met de

notaris eerst de executiekosten zal voldoen. Als geen sprake is van andere beperkt gerechtigden of beslagleggers, zal de notaris de hypotheekhouder voldoen en een (eventueel) restant aan de schuldenaar uitkeren (art. 3:270 lid 2 BW). Bij meerdere gerechtigden zal de notaris de netto-opbrengst – in beginsel – bij een bewaarder storten (art. 3:270 lid 3 BW). In art. 3:270 lid 7 BW is bepaald dat van het in art. 3:270 BW bepaalde niet in de verkoopvoorwaarden kan worden afgeweken. De rol van de notaris is toegelicht in de memorie van toelichting bij de Wet Wijziging Executoriale Verkoop.<sup>106</sup>

Credit bidding is bij de executie van een hypotheekrecht volgens een enge uitleg van art. 3:270 BW dus in strijd met art. 3:270 BW.<sup>107</sup> Dit is wat betreft een openbare verkoop door het Gerecht in Eerste Aanleg van Sint-Maarten op 12 augustus 2014 bevestigd.<sup>108</sup> In de bijbehorende noot acht Steneker dit oordeel juist. Ten eerste omdat de notaris volgens de parlementaire geschiedenis de koopsom niet ten behoeve van de schuldenaar, maar ten behoeve van de gezamenlijke belanghebbenden ontvangt. Er ontstaat slechts een vordering van de hypotheekgever op de notaris, en niet

---

art. 482-490a Rv mee dat bij de opstelling van de staat van verdeling geen rekening ermee wordt gehouden dat de koopprijs niet in handen van de notaris is gestort, en dat ook geen rol speelt waar die koopprijs als gevolg van de onregelmatigheden na de executieverkoop mogelijk wel terecht is gekomen. De omstandigheid dat er geen door de notaris aangewezen bewaarder is die de netto-opbrengst onder zich heeft, staat hieraan niet in de weg, reeds omdat een notaris, die de ingevolge art. 551 Rv op hem rustende verplichtingen niet is nagekomen, op de voet van lid 4 van dat artikel, naast de Staat, jegens de belanghebbenden aansprakelijk is voor de daaruit voor hen voortvloeiende schade en dus (naast de Staat) moet instaan voor de aanwezigheid van de te verdelen netto-opbrengst. Zie: HR 12 juni 2009, NJ 2010/663, JOR 2009/273, § 3.7.

<sup>106</sup> *Kamerstukken II* 2012/13, 33484, p. 8.

<sup>107</sup> G.Á.C. Orbán en R.J. de Weijis, 'Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar Amerikaans en Nederlands recht', *TvI* 2016/15, voetnoot 33 en § 6 (p. 117).

<sup>108</sup> Gerecht in Eerste Aanleg van Sint Maarten, 12 augustus 2014, A.R. 2013/42, JOR 2014/284 ("Hoewel de executerende hypotheekhouder verkoper van het registergoed is, dient de koopsom evenwel aan de notaris te worden betaald. De executerende hypotheekhouder die tevens als koper op de veiling optreedt, zal zijn verbintenis om de koopsom te voldoen niet kunnen verrekenen met zijn vordering op de schuldenaar. De notaris ontvangt voor de gezamenlijke belanghebbenden."). Zo ook: S.J.L.M. van Bergen, 'Onroerend goed onder water: Herstructurering naar Amerikaans voorbeeld door middel van credit bidding?' in: *Perspectieven voor vastgoedfinanciering*, Stichting Fundatie Bachiene, 2014, p. 246.

op de hypotheekhouder. Daarom is – wederom – geen sprake van een “schuld jegens dezelfde wederpartij”, zoals voor verrekening in wettelijke zin is vereist.<sup>109</sup> Ten tweede omdat de betaling aan de notaris de mogelijkheid creëert van een rangregeling ex art. 3:271 lid 1 BW jo. art. 3:270 lid 5 BW. De notaris kan en mag volgens Steneker niet beoordelen of die belanghebbenden er al dan niet zijn en wat hun aanspraak op de executieopbrengst is; de voorzieningenrechter en de rechter-commissaris dienen dit te beoordelen (art. 3:271 lid 1 BW jo. art. 552 Rv).<sup>110</sup> Ook wanneer er geen andere rechthebbenden dan de executerende hypotheekhouder zijn kan de geëxecuteerde de hoogte van de geseceerde vordering betwisten (art. 3:271 lid 1 BW jo. art. 3:270 lid 5 BW).<sup>111</sup>

Maar wat als een executerende eerste hypotheekhouder aan de voorwaarden van art. 3:270 lid 3 BW voldoet? Met inachtneming van art. 3:270 lid 3 BW kan de executerende eerste hypotheekhouder zijn vordering voldaan krijgen voordat de notaris de netto-opbrengst bij de bewaarder stort. In dit artikel is bepaald dat wanneer het goed door de eerste hypotheekhouder is verkocht en deze vóór of op de betaaldag aan de notaris een verklaring heeft overgelegd van hetgeen hem van de opbrengst toekomt (krachtens de door de eerste hypotheek verzekerde vordering), de storting achterwege blijft voor hetgeen aan de verkoper blijktens deze verklaring toekomt, en de notaris dit aan hem uitkeert.

Een rangregeling ten aanzien van het restant van de opbrengst hoeft een (eerdere) uitkering aan de executerende eerste hypotheekhouder niet te belemmeren. De betreffende verklaring over de hoogte van de geseceerde vordering moet echter wel “zijn voorzien van een aantekening van de voorzieningenrechter van de rechtbank binnen welker rechtsgebied het verbonden goed zich geheel of grotendeels bevindt, inhoudende dat hij de verklaring heeft goedgekeurd, nadat hem summierlijk van de juistheid ervan is gebleken. De verklaring kan behalve door een advocaat ook door een notaris worden ingediend”.<sup>112</sup> De verklaring over de geseceerde

109 Noot A. Steneker bij: Gerecht in Eerste Aanleg van Sint Maarten 12 augustus 2014, *JOR* 2014/284, § 5. Vgl.: Parl. Gesch. Boek 3, p. 835; W.H. Heemskerk, *AA* 1978, p. 486.

110 Noot A. Steneker bij: Gerecht in Eerste Aanleg van Sint Maarten 12 augustus 2014, *JOR* 2014/284, § 6.

111 Rb Zwolle-Lelystad 21 april 2008, *RI* 2008/59.

112 De laatste zin is per 1 oktober 2014 toegevoegd in de Wet Wijziging Executoriale Verkoop.

vordering kan worden betwist waardoor de uitbetaling aan de executerende eerste hypotheekhouder wordt opgeschort (art. 3:270 lid 4 BW).<sup>113</sup> Wanneer de verklaring niet wordt betwist, lijken er geen bezwaren tegen een executoriale verkoop die afwijkt van art. 3:270 BW. Credit bidding lijkt dan mogelijk: de kopende hypotheekhouder brengt de koopprijs, het bedrag dat hem op grond van art. 3:270 lid 3 BW door de notaris uitgekeerd zou worden, in mindering op de vordering op de hypotheekgever. Naar de letter van de wet is dit in strijd met art. 3:270 lid 1 en lid 7 BW maar als er geen belanghebbenden worden benadeeld is deze ruime uitleg van art. 3:270 BW niet ondenkbaar.

Bij een onderhandse verkoop, die (voor de volledigheid) volgens de wettelijke regels van openbare verkoop werd opgestart, oordeelde de voorzieningenrechter van de rechtbank Amsterdam in lijn met bovenbedoelde ruime uitleg van art. 3:270 BW:

“Ingevolge artikel 3:270 BW moet de koper de koopprijs in handen van de notaris voldoen. Een andere wijze van betaling is in dat artikel niet geregeld. Het verzoek op de voet van artikel 3:270 BW om de koopprijs met gesloten beurzen te laten plaatsvinden vindt dan ook geen steun in de wet en de bank is reeds daarom niet-ontvankelijk in haar verzoek. De voorzieningenrechter merkt echter op dat, nu de curatoren hiertegen geen bezwaar hebben, er vooralsnog geen bezwaar is tegen de door de bank voorgestelde gang van zaken, mits een en ander op deugdelijke wijze wordt beschreven door de notaris.”<sup>114</sup>

Wat betreft de positie van de notaris geldt dat de notaris zorgdraagt dat “intern maatregelen worden genomen die waarborgen dat de gelden waarvoor in de te passeren akten wordt gekwiteerd te zijner beschikking staan danwel (zich er van te vergewissen dat deze) zijn voldaan (...)”.<sup>115</sup>

---

113 Bijv.: Rb Noord-Holland 20 januari 2015, ECLI:NL:RBNHO:2015:260.

114 R.o. 3.8, Rb Amsterdam 27 november 2012, ECLI:NL:RBAMS:2012:BY4260. Zie ook: G.Á.C. Orbán en R.J. de Weijis, ‘Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar Amerikaans en Nederlands recht’, *Tvl* 2016/15, voetnoot 33 en § 6 (p. 117).

115 Art. 5 lid 1 Administratieverordening van de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie KNB, gebaseerd op art. 24 lid 3 Wet op het notarisambt.

De toelichting op deze bepaling geeft aan dat de notaris op grond van een zogenaamde kas- of controlestaat voor of op het moment van passeren van de akten kan verifiëren of alle gelden tot zijn beschikking staan. En:

“Wanneer de koopsom bij uitzondering niet via de notaris wordt voldaan, hetgeen bijvoorbeeld bij een aandelentransactie tussen B.V.’s binnen een concern het geval kan zijn, dient de notaris zich ervan te vergewissen dat de in de akte verleende kwijting voor de koopsom terecht wordt verleend.”<sup>116</sup>

Wanneer de notaris beschikt over een schriftelijke toelichting van de verkopende hypotheekhouder dan lijkt de handelswijze van credit bidding niet in strijd met de Administratieverordening.

## 7.6 Samenvatting en conclusies

In de Verenigde Staten maken distressed debt investors gebruik van verschillende investeringsstrategieën. Eén daarvan is de loan-to-own strategie. Hierbij wordt vaak gebruikgemaakt van credit bidding, hetgeen inhoudt dat de zekerheidsgerechtigde zelf meebiedt op het te verkopen goed voor een bedrag ter hoogte van maximaal de uitstaande schuld van de leningnemer aan de leninggever. In dit hoofdstuk is onderzocht of credit bidding naar Nederlands recht mogelijk is. Bij executie van pandrechten is credit bidding mogelijk. Bij de executie van hypotheekrechten lijkt credit bidding naar de letter van de wet niet toegestaan, maar op grond van een ruime uitleg van art. 3:270 BW lijkt toepassing niet ondenkbaar, zoals ook in lagere rechtspraak is gebleken.

---

116 Toelichting op art. 5 Administratieverordening van de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie KNB.



## HOOFDSTUK 8

### EEN WAARDERINGSKADER VOOR WAARDERINGSOPDRACHTEN IN JURIDISCHE PROCEDURES

(*Ondernemingsrecht 2017/125 en Vereniging Jaarrekeningenrecht – Bundel 2016-2018*)

#### 8.1 Onderzoeksvraag

Deelvraag 5 luidt:

“Welke waardemaatstaven spelen een rol bij ondernemingsrechtelijke procedures en is het mogelijk een waarderingskader te formuleren voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures?”

#### 8.2 Inleiding

De waardering van (aandelen en) ondernemingen speelt niet alleen een rol bij de blokkeringsregeling (zie hoofdstuk 4), maar ook bij andere ondernemingsrechtelijke procedures zoals de geschillenregeling en de uitkoopprocedure.<sup>1</sup> Om tot een waardering te komen, worden vaak waarderingsopdrachten verstrekt aan waarderingsdeskundigen. In de wet, rechtspraak, literatuur en waarderingsrapporten worden uiteenlopende definities voor waarde gehanteerd. Dit draagt niet bij aan een transparant theoretisch kader en kan leiden tot miscommunicatie. Ook het feit dat een waardering in grote mate een schattingsvraagstuk is,<sup>2</sup> leidt ertoe dat waardering vaak een arbitrair onderwerp is. Waarderingsliteratuur laat zien dat verschillende situaties leiden tot andere benaderingen van de waardering. Zonder te duiden in welke waarderingcontext de waardering plaatsvindt,

---

1 *Stb.* 2012, 241. De wet trad in werking op 13 juni 2012 met terugwerkende kracht tot 20 januari 2012. Het wetsvoorstel werd parlementair behandeld als de ‘Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen’, o.m. Kamerstukken II 2011/12, 33 059, nr. 3 (MvT).

2 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 67 e.v.

is de uitkomst weinig zinvol.<sup>3</sup> Daarbij komt dat het uiteenzetten van de randvoorwaarden waarbinnen de waardering plaatsvindt, het acceptatieniveau van betrokkenen verhoogt.<sup>4</sup>

In het navolgende ga ik eerst in op enkele termen die ik in waarderingsrapporten tegenkom (paragraaf 8.3). Vervolgens schets ik de binnen de geschillen- en blokkeringsregeling, de uitkoopprocedure en de Interventiewet gehanteerde waardemaatstaven (paragraaf 8.4). Teneinde te komen tot een transparanter waarderingsproces met minder arbitraire uitkomsten stel ik in paragraaf 8.5 een waarderingskader voor dat structuur kan bieden bij het in een juridische context formuleren van een waarderingsopdracht. Paragraaf 8.6 sluit af met een samenvatting en conclusie.

### 8.3 Waarderingsrapporten: welke begrippen en welk waarderingsperspectief?

De waarderingsopdracht vormt voor een waarderingsdeskundige het uitgangspunt van zijn werkzaamheden. De inleiding van een waarderingsrapport vermeldt over het algemeen welke waarde wordt berekend, of beter gezegd: vanuit welk perspectief de waarde wordt geschat. Hoewel mijn constatering weinig zeggen over de gehele markt, tonen de waarderingsrapporten van verschillende *corporate finance* adviseurs onder andere de volgende omschrijvingen:

- fair value: *“The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.”*
- fair value: *“The amount for which a share could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction.”*
- fair market value: *“The price at which shares would change hands between a willing buyer and willing seller, neither being under compulsion to buy or sell and both having knowledge of all relevant facts as at the applicable valuation date.”*

---

3 F. Krens, ‘Waardebepaling van ondernemingen bij fusies of overnames’ in: G.M.F. Snijders e.a., *Overnemen, een hele onderneming*, Deventer: Kluwer 1998, p. 219; S.P. Pratt, *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, New York: McGraw-Hill 2008, p. 41.

4 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 34.

Al deze omschrijvingen impliceren een perspectief van waaruit waarde wordt geschat, namelijk een veronderstelde transactie. Het betreft een schatting van de prijs die tussen marktpartijen overeen kan worden gekomen. Waarderingsrapporten waarbij een fair (market) value maatstaf wordt gehanteerd, terwijl alleen de stand alone value voor de huidige aandeelhouder(s) wordt bepaald, acht ik daarom inconsistent. Op de stand alone value ga ik later nog in.

Fair value en fair market value hebben een verschillende ontstaansgeschiedenis. Fair value vindt zijn herkomst in de Amerikaanse verslaggevingsregels.<sup>5</sup> Fair market value is gebaseerd op fiscale wetgeving uit de Verenigde Staten.<sup>6</sup> Bij beide begrippen wordt uitgegaan van een hypothetische transactie.<sup>7</sup> Fair value speelt ook een rol bij de inrichting van de jaarrekening in Nederland. In art. 2:384 BW is bepaald dat voor de waardering van individuele activa en passiva de verkrijgings- of vervaardigingsprijs dan wel de actuele waarde in aanmerking komen. Het krachtens art. 2:384 lid 4 BW uitgevaardigde Besluit actuele waarde van 14 juni 2005, zoals gewijzigd bij Besluit van 13 oktober 2015, bevat nadere voorschriften over de grondslag actuele waarde. In dit Besluit is de actuele waarde een verzamelnaam voor verschillende begrippen, waaronder de marktwaarde. Blijkens de nota van toelichting is het begrip marktwaarde een vertaling van 'fair value'.<sup>8</sup> In de Nederlandse tekst van sommige (inmiddels vervallen) Europese richtlijnen (bijvoorbeeld Richtlijn 2001/65/EG) is fair value weergegeven als de 'waarde in het economische verkeer'.<sup>9</sup>

---

5 R.L. ter Hoeven, *De zin en onzin van fair value in de jaarrekening; de zoektocht naar natuurlijke breuklijnen in het historische kostprijsoppervlak* (diss. 2006), p. 1.

6 Revenue Ruling, 59-60, Section 2031, 26 CFR 20.2031-2 (*Valuation of stocks and bonds*).

7 Onder omstandigheden kan echter een verschil bestaan. Zie: M. Kantor, *Valuation for arbitration, compensation standards, valuation methods, and expert evidence*, Kluwer Law International 2008, p. 30, voetnoot 82; S.P. Pratt e.a., *Standards of Value, Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc, 2007, p. 23.

8 NvT 14 juni 2015, art. 1.

9 Vgl. A.G. de Neve, 'Fair value en de waardering van noodzaakfinanciering van ondernemingen in moeilijkheden', *TvJ*, november 2015, nr. 5, § 3.

De term ‘waarde in het economische verkeer’ komt voort uit fiscale rechtspraak en is in de jaren zestig omschreven als:

“De prijs die bij aanbidding van de zaak ten verkoop op de meest geschikte wijze na de beste voorbereiding door de meestbiedende gegadigde daarvoor zou zijn besteed.”<sup>10</sup>

Deze omschrijving wijkt af van de hierboven genoemde definities van fair (market) value uit waarderingsrapporten, waarbij wordt uitgegaan van de willing buyer. Omdat de meestbiedende gegadigde een (significant) hogere prijs kan betalen dan een hypothetische willing buyer, zal de waarde in het economische verkeer vaak hoger zijn dan de fair (market) value. In de Nederlandse tekst van Richtlijn 2013/34/EU is de fair value weergegeven met ‘reële waarde’.<sup>11</sup>

In de jurisprudentie van de Ondernemingskamer, waarop ik hierna inga, wordt voor de waarde in het economische verkeer een omschrijving gehanteerd die lijkt op de omschrijving uit de fiscale rechtspraak:

“De waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding.”<sup>12</sup>

Het is juist om niet de term “waarde” te gebruiken, maar de term “prijs”. Het gaat namelijk om een schatting van de prijs die (op enig moment en onder bepaalde omstandigheden) zou worden betaald.<sup>13</sup>

10 HR 5 februari 1969, nr. 16 047, *BNB* 1969/63; HR 31 mei 1995, nr. 29 224, *BNB* 1995/228; G.T.K. Meussen, *Bedrijfswaarde* (diss.), Deventer: Kluwer 1997, p. 29.

11 Zie over Richtlijn 2013/34/EU o.a.: H. Beckman, ‘De nieuwe EU-richtlijn jaarrekeningen’, *Ondernemingsrecht* 2013/73; H. Beckman, ‘Eerste verplichte toepassing Uitvoeringswet richtlijn jaarrekening’, *Ondernemingsrecht* 2017/27.

12 Zie bijv.: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 juli 2008, *JOR* 2008/197 (Euronext) inzake de uitkoopprocedure en Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, *JOR* 2010/96 (Hooymans) inzake de geschillenregeling.

13 Vgl. P.M. van der Zanden, ‘Waardering van (aandelen in) ondernemingen’, *WPNR* 2016/7105; J. Vis, ‘De subjectiviteit van het begrip economische waarde’, *Externe Verslaggeving*, 85e jaargang, juli – augustus, p. 372; J. van Borssum Waalkes, E. van der Schans, ‘Prijs- en waardebeoordeling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures’, *O&F* 2014/2, p. 63.

Uit het bovenstaande volgt dat de volgende elementen terugkomen in de omschrijving van de waarde in het economische verkeer: (i) de prijs; (ii) die door de meestbiedende gegadigde; (iii) in een verkoopproces dat op de meest geschikte wijze is vormgegeven; en (iv) na de beste voorbereiding, zou worden betaald.

## 8.4 Waardering in juridische context: welk waarderingsperspectief?

### 8.4.1 Enquêterecht

Bij het enquêterecht speelt de Ondernemingskamer door het treffen van onmiddellijke voorzieningen vaak een belangrijke rol bij het doorbreken van impasses.<sup>14</sup> Als de meningsverschillen tussen aandeelhouders onoverbrugbaar zijn, kan de Ondernemingskamer de permanente overdracht van aandelen echter niet opleggen. Dit lijkt althans de heersende opvatting te zijn.<sup>15</sup> De overdracht van aandelen kan slechts zien op een tijdelijke overdracht ten titel van beheer.<sup>16</sup> Een voorziening die naar haar aard niet voorlopig is – en dus niet slechts tijdelijk inbreuk maakt op de geldende rechtsverhoudingen – kan niet worden aangemerkt als een onmiddellijke voorziening in de zin van art. 2:349a lid 2 BW.<sup>17</sup> Ondanks dat de onmiddellijke voorziening kan leiden tot onomkeerbare gevolgen,<sup>18</sup> is binnen het

---

14 R.o. 3.9, HR 25 februari 2011, NJ 2011/335 (Inter Access), waarin de verwijzing wordt gemaakt naar r.o. 3.6, HR 19 oktober 2001, NJ 2002/92 (Skygate) en HR 14 september 2007, NJ 2007/611 (Versatel). Vgl. HR 11 juli 2014, NJ 2014/389 (Novero).

15 J.H.M. Willems, 'Uitvoerbaarverklaring bij voorraad, Verhouding met het enquêterecht', in: *De nieuwe geschillenregeling*, Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht', Deventer: Wolters Kluwer 2011, p. 167 e.v.; C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde*, Serie VHI deel 108, Deventer: Wolters Kluwer 2011, p. 315. Anders: F. Veenstra, 'Overleven dankzij het enquêterecht', *Tvl* 2015/7, p. 47.

16 Art. 2:356 aanhef en sub e BW of art. 2:349a lid 2 en 3 BW. Zie voor een nadere beschouwing: M.W. Josephus Jitta, 'Aspecten van de overdracht ten titel van beheer door de Ondernemingskamer en de rol van de beheerder in het kader van de enquêteprocedure', *Ondernemingsrecht* 2016/95, § 9.

17 R.o. 3.6, HR 19 oktober 2001, NJ 2002/92 (Skygate); Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 oktober 2014, JOR 2015/6, nr. 4.

18 Bijv.: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 januari 2000, JOR 2000/74 (Skygate); Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 31 december 2009, JOR 2010/60 (Inter Access); Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 oktober 2015, JOR 2016/60 (Cunico).

enquêterecht voor de definitieve overdracht van aandelen overeenstemming tussen partijen nodig.<sup>19</sup> Ook indien van wanbeleid is gebleken, kan de Ondernemingskamer geen voorziening treffen tot permanente overdracht van aandelen (omdat die voorziening niet is opgenomen in de limitatieve lijst van art. 2:356 BW).<sup>20</sup>

Voor een definitieve gedwongen aandelenoverdracht zijn partijen aangewezen op de geschillenregeling. In het enquêterecht kunnen aandeelhouders echter wel tot een minnelijke oplossing proberen te komen. Deze kan inhouden dat partijen gedurende de procedure overeenkomen dat één van de aandeelhouders zijn aandelen zal verkopen en leveren aan de ander(en), tegen een door een deskundige bindend vast te stellen prijs. De Ondernemingskamer stelt hiertoe op verzoek van partijen een deskundige aan.<sup>21</sup> De Ondernemingskamer kan de deskundige(n) aanwijzingen geven, maar die zijn wat het waarderingsperspectief betreft vaak te beperkt. Zo wordt bijvoorbeeld slechts vermeld dat drie deskundigen worden benoemd en dat zij rekening dienen te houden met alle omstandigheden van het geval.<sup>22</sup> Feenstra en Geerts geven weer dat in de periode vanaf medio 2009 tot en met medio 2015 in circa dertig van de circa zestig impasseprocedures waarin onmiddellijke voorzieningen zijn getroffen, de aandeelhouders vervolgens tot minnelijke regelingen zijn gekomen.<sup>23</sup> Weliswaar wordt een deskundige in een bepaalde situatie (van bijvoorbeeld een geschillenregeling of uitkoopregeling) benoemd waardoor de waarderingscontext lijkt gegeven, het hoeft voor een deskundige nog niet duidelijk te zijn of de waarde voor de

19 M.W. Josephus Jitta en C.D.J. Bulten, 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2014' in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 167.

20 R.o. 3.9, HR 1 maart 2002, NJ 2002/296 (Zwagerman Beheer B.V.).

21 F. Veenstra en P.G.F.A. Geerts, 'Doorbreking van impasses in de enquêteprocedure', in: *De toekomst van het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolter Kluwer 2015, p. 569; C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde*, Serie VHI deel 108, Deventer: Kluwer 2011, p. 316. Voor voorbeelden en bijzonderheden in de rechtspraak verwijs ik naar: F. Veenstra, *Impassezaken en verantwoordelijkheden binnen het enquêterecht* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2010, hoofdstuk 4.3.3.

22 Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 19 november 1998, JOR 1999/138 (Heprofor Holding).

23 In de periode 1994 tot medio 2009 betreft het ongeveer de helft van de circa 135 procedures waarin onmiddellijke voorzieningen zijn getroffen. Bron: F. Veenstra en P.G.F.A. Geerts, 'Doorbreking van impasses in de enquêteprocedure', in: *De toekomst van het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 572, voetnoot 33.

kopende of verkopende aandeelhouder moet worden bepaald, of juist de waarde in het economische verkeer. Kortom, het is niet duidelijk vanuit welk waarderingsperspectief een waarderingsdeskundige zijn analyse moet maken.

#### 8.4.2 Geschillenregeling

De geschillenregeling bestaat uit een viertal procedures, waaronder de met de Flex-BV geïntroduceerde prijsbepalingsprocedure (art. 2:343c BW).<sup>24</sup> De prijsbepalingsprocedure ziet op de situatie dat partijen, die het eens zijn dat één van de aandeelhouders zijn aandelen over gaat dragen aan een of meer van zijn medeaandeelhouders maar het niet eens worden over de prijs, zich tot de rechter kunnen wenden om de prijs van de aandelen vast te stellen. De rechter kan op verzoek van partijen de te benoemen deskundige instructies geven over de waardemaatstaf, de beoogde waarderingsdatum en eventuele overige omstandigheden (art. 2:343c lid 2 BW). Als partijen dit overeenkomen, kan het deskundigenbericht de werking van een vaststellingsovereenkomst hebben (art. 2:343c lid 4 BW). In dat geval zijn de wettelijke bepalingen betreffende het voorlopig deskundigenbericht, voor zover nog nodig, van overeenkomstige toepassing.

Voor zover mij bekend wordt de prijsbepalingsprocedure nog weinig toegepast.<sup>25</sup> In één procedure waarin eiseres haar vordering in conventie had gebaseerd op art. 2:343 BW (de uittredingsprocedure), heeft de Rechtbank Rotterdam, na geoordeeld te hebben dat niet aan de vereisten van art. 2:343 BW was voldaan, bepaald dat de prijs van de aandelen moest worden vastgesteld.<sup>26</sup>

Voor de uitstotings- en uittredingsprocedure is in de wettelijke regeling niet voorgeschreven op welke wijze de prijs van de aandelen moet worden bepaald. De Ondernemingskamer neemt “de waarde in het economische verkeer” tot uitgangspunt.<sup>27</sup> Bulten vindt dat dit uitgangspunt bevreemdt,

---

24 De andere drie zijn de uitstotingsprocedure (art. 2:336 BW), de procedure tot ontneming van stemrecht aan vruchtgebruikers en pandhouders (art. 2:342 BW) en de uittredingsprocedure (art. 2:343 BW).

25 Vgl. W.H.A.M. van den Muijsenbergh en E.R. Koster, *SDU Commentaar Ondernemingsrecht*, art. 2:343c BW, D.5.

26 R.o. 4.5, Rb Rotterdam 26 februari 2014, ECLI:NL:RBROT:2014:1926.

27 R.o. 4.6, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 9 december 1999, *JOR* 2000/32, *Ondernemingsrecht* 2002/27 (*Noro/Morepa*); r.o. 3.6, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, *JOR* 2010/96 (*Hooymans*).

omdat het gaat om een vennootschap met een besloten karakter waarvan de aandelen niet vrij verhandelbaar zijn. Een markt of een koers is niet aanwezig.<sup>28</sup>

Als er een bindend bod beschikbaar is, kan gezegd worden dat dit een indicatie is van de waarde in het economische verkeer. Buiten deze situatie moeten schattingen van de waarde in het economische verkeer worden gemaakt. Daarbij geldt dat hoe meer assumpties en inschattingen ten grondslag liggen aan de bepaling van de waarde in het economische verkeer, des te speculatiever en (rechts)onzekerder de uitkomst is. Voorbeelden van deze schattingen zijn: wie zijn de mogelijke kopers, hoe concreet is hun interesse, welke waarde kennen zij toe aan de aandelen, wat zijn de omstandigheden waaronder het onderhandelingsproces moet plaatsvinden en tot welke prijs kan dit proces leiden? Gezien deze schattingsproblemen en mede omdat in de wet niet is voorgeschreven dat van de waarde in het economische verkeer moet worden uitgegaan, geef ik aan een andere benadering de voorkeur. Die voorkeur licht ik toe in paragraaf 8.5.

#### 8.4.3 Uitkoopprocedure

Uit de wetsgeschiedenis van de uitkoopregeling volgt dat aan de uitgekochte aandeelhouder een reële en redelijke vergoeding moet worden toegekend, maar niet dat de wetgever een bepaalde waarde of wijze van waardering voor ogen had, aldus de Hoge Raad.<sup>29</sup> Onder verwijzing naar de wetsgeschiedenis (waarin de suggestie om de waarde in het economische verkeer als minimum uitkoop prijs te hanteren niet werd overgenomen),<sup>30</sup> hanteert de Hoge Raad het begrip “werkelijke waarde”.<sup>31</sup>

Omdat de wetgever weinig betekenis toekende aan het begrip waarde in het economische verkeer, speelde destijds de verwachting dat die maatstaf geen zelfstandige betekenis zou gaan krijgen.<sup>32</sup> Dat is niet het geval geweest

---

28 C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde* (diss.), Serie VHI deel 108, Deventer: Wolters Kluwer 2011, p. 197-200.

29 R.o. 4.3.1, HR 11 september 1996, *NJ* 1997/176, *JOR* 1996/113 (Offerhaus/ING).

30 *Kamerstukken II* 1985/86, 18904, 6 (MvA), p. 2.

31 R.o. 4.6.1, HR 11 september 1996, *NJ* 1997/176, *JOR* 1996/113 (Offerhaus/ING).

32 F. de Kam, ‘Uitkoop en waardering van aandelen’, *De NV*, 3 maart 1994, nr. 72, p. 69.



want de Ondernemingskamer hanteert, gebruikmakend van bovengenoemde vrijheid, het uitgangspunt dat de prijs gelijk is aan de waarde die de aandelen (op een gegeven peildatum)<sup>33</sup> in het economische verkeer hebben, dat wil zeggen de waarde die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding.<sup>34</sup>

In de doctrine is terecht betoogd dat de waarde in het economische verkeer geen geschikt uitgangspunt vormt, onder andere omdat waarderingsdeskundigen onvoldoende flexibiliteit wordt geboden om rekening te houden met de mate van verhandelbaarheid van aandelen. Voor courante aandelen bestaat immers een courante markt, terwijl voor incurante aandelen slechts een incurante aandelenmarkt bestaat.<sup>35</sup> Bij courante (beursgenoteerde) aandelen kan (onder andere) worden aangehaakt bij de prijs die voorheen voor dat aandeel op de beurs werd betaald.<sup>36</sup> De beurskoers wordt in het algemeen gezien als “een objectieve benadering van de waarde”.<sup>37</sup> Er wordt ook wel gesproken over “een objectieve waarderingsmethode”, maar de beurskoers houdt geen methode in. De beurskoers geeft slechts de prijs weer en die prijs wordt geacht een objectieve benadering van de waarde te zijn. Om voor de waarde bij de beurskoers aan te sluiten, is vereist dat sprake is van een transparante markt. Omdat daar bij een openbaar bod vaak geen sprake van is, geldt de biedprijs als een geschikter uitgangspunt.<sup>38</sup> Voor de waardering van incurante aandelen kan de

33 Zie o.a.: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, *JOR* 2015/234 (Unit4), Ondernemingsrecht 2015/86; Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 juli 2015 (Nagron), *Ondernemingsrecht* 2015/99.

34 R.o. 3.11, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 mei 2008, *JOR* 2008/197 (Euronext). Zie voor een overzicht: T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss.), Serie VHI, deel 125, Deventer: Wolters Kluwer 2014, 9.3.1.b.

35 F. Krens, ‘Waardebepaling van incurante minderheidsbelangen’, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 288 e.v., § 3.3. Vgl. T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 197 en 204.

36 R.o. 3.12, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 mei 2008, *JOR* 2008/197 (Euronext); r.o. 3.4, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 20 december 2007, *JOR* 2008/36 (Shell); r.o. 3.14, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 19 juni 2012, *JOR* 2012/250 (NWR). Ook kan worden aangesloten bij de biedprijs van een voorafgaand bod (bijv. Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 8 april 2014, *JOR* 2014/163 (D.E. Master Blenders)).

37 R.o. 4.3.1, HR 11 september 1996, NJ 1997/176; *JOR* 1996/113 (Offerhaus/ING).

38 T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2014, p. 205, p. 210, en de daar opgenomen literatuur. Bij een onderneming in financiële moeilijkheden kan dit anders zijn, zie: r.o. 4.11.2, HR 20 maart 2015, NJ 2015/361, *JOR* 2015/140 en *Kamerstukken II* 2011/12, 33059, 3, p. 74.

Ondernemingskamer daarentegen niet afgaan op economisch verkeer, maar geldt “de waarde van de met de vennootschap verbonden ondernemingen” als uitgangspunt.<sup>39</sup> Zoals weergegeven in de inleiding heeft dit citaat zonder verdere aanwijzingen over het waarderingsperspectief weinig betekenis voor een waarderingsdeskundige. Ook in het kader van de uitkoopregeling acht ik deze instructie te beperkt, maar hier kom ik in paragraaf 8.5 op terug.

#### 8.4.4 Blokkeringsregeling

De rechtspraak over de blokkeringsregeling is beperkt.<sup>40</sup> Om dezelfde redenen als bij de geschillenregeling en de uitkoopprocedure komt dit uitgangspunt mij onjuist voor. Ook komt het niet overeen met het uitgangspunt waarvan waarderingsdeskundigen in de praktijk uitgaan. Uit hoofdstuk 4.3 volgt dat zij voor de waarde van de aandelen in de meeste gevallen van een stand alone scenario uitgaan: de economische waarde van de (aandelen in de) onderneming als de bedrijfsactiviteiten als zelfstandige entiteit (of als groep als de te waarden (aandelen in de) onderneming ook weer deelnemingen heeft) (stand alone) worden voortgezet.<sup>41</sup>

In de juridische literatuur wordt doorgaans aangenomen dat bij afwezigheid van prijsbepalingsregels de waardering moet plaatsvinden naar de “werkelijke waarde” van de aandelen.<sup>42</sup> Beckman heeft – terecht – opgemerkt dat het niet duidelijk is wat de toevoeging van “werkelijke” inhoudt; het is namelijk geen helder en ondubbelzinnig begrip.<sup>43</sup> In lijn hiermee geef ik de voorkeur aan simpelweg “de waarde”. Dit sluit beter aan bij de wet (art. 2:92a lid 5 en 2:201a lid 5 BW) maar moet vervolgens worden ingekleed aan de hand van instructies die ik in paragraaf 8.5 weergeef.

39 Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 april 1991, NJ 1991/620 (‘t Steenbezit).

40 Deze rechtspraak moet zien op rechterlijke toetsing van het als bindende advies kwalificerende waarderingsrapport. Zie: Asser/Maeijer, *Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\** 2009/291; P.E. Emste, ‘Bindend advies in het ondernemingsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2010/5, § 4.2; S. Nijhuis & P.P. de Vries, ‘De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen’, *WPNR* 2014/7031, § 9.

41 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 38-39.

42 Asser/Maeijer, *Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\** 2009/291; P.P. de Vries, ‘Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht’, *Ondernemingsrecht* 2012/19, § 2 en 6.

43 Noot van H. Beckman onder HR 20 maart 2015, *Ondernemingsrecht* 2015/97.

#### 8.4.5 Interventiewet

Ook de Wet financieel toezicht (“Wft”) hanteert het begrip “werkelijke waarde”, namelijk bij de schadeloosstelling in de Interventiewet. Voor de werkelijke waarde moet eerst het “te verwachten toekomstperspectief” zonder onteigening worden geschat, op grond waarvan de prijs die gegeven dat scenario op het tijdstip van onteigening in het vrije economische verkeer tussen redelijke partijen overeen zou zijn gekomen (art. 6:9 lid 1 Wft).<sup>44</sup> Bij die veronderstelde vrije koop gaat het volgens de Hoge Raad niet om de prijs die de meest biedende gegadigde zou betalen (zoals de Ondernemingskamer overwoog),<sup>45</sup> maar om de prijs die tussen redelijk handelende partijen tot stand zou zijn gekomen.<sup>46</sup> Gelet op de in paragraaf 8.3 weergegeven definities, komt dit neer op de fair (market) value. De Hoge Raad heeft in dat verband benadrukt dat de regeling zelf niet verwijst naar een “meestbiedende gegadigde”. Ook de wetsgeschiedenis geeft geen aanwijzing dat bij de vaststelling van de prijs moet worden onderscheiden tussen verschillende redelijk handelende gegadigden en dat daarbij moet worden uitgegaan van een hoogste bieder. Het stelsel gaat uit van de veronderstelling dat er één prijs is waarover redelijk handelende partijen bij een veronderstelde vrije verkoop in het economische verkeer overeenstemming bereiken.<sup>47</sup> Conform de uitleg van de Hoge Raad heeft de Ondernemingskamer de deskundigen in de SNS-casus vervolgens geïnstrueerd.<sup>48</sup> Dit laat zien dat er een verschil is tussen de toepassing van de waarde in het economische verkeer bij de uitkoopprocedure (“meestbiedende gegadigde”) en de Interventiewet (“redelijk handelende partijen”).

---

44 Vgl. art. 40b lid 2 Onteigeningswet. In de Onteigeningswet, waar ik in dit boek niet op inga, wordt thans ook het begrip werkelijk waarde gehanteerd. Vroeger werd nog van de “betrekkelijke waarde” gesproken, maar daarbij ging het niet om waarde (als zodanig) maar om de betekenis voor de onteigende. Zie: C.H. Telders, *Schadeloosstelling voor onteigening*, Zwolle: N.V. Uitgeversmaatschappij W.E.J. Tjeenk Willink, 1968, p. 100.

45 R.o. 6.8, 6.9 en 6.75, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 11 juli 2013, *JOR* 2013/250.

46 R.o. 4.12.3, HR 20 maart 2015, *NJ* 2015/361, *JOR* 2015/140.

47 R.o. 4.15.3, HR 20 maart 2015, *NJ* 2015/361, *JOR* 2015/140.

48 R.o. 3.70, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 26 februari 2016, *JOR* 2016/98.

#### 8.4.6 Afsplitsing

Tot slot vermeld ik nog dat voor de berekening van het aansprakelijkheidsplafond bij een afsplitsing in art. 2:334t lid 3 BW wordt uitgegaan van “de waarde van het vermogen”. Dit geldt ook bij afsplitsing van aandelen in dochtervennootschappen. Volgens de Ondernemingskamer gaat het daarbij om de “objectieve waarde”.<sup>49</sup> Dit is relevant vanwege het mogelijke verschil tussen de in de akte van de splitsing opgenomen waarde en de “objectieve waarde”.<sup>50</sup> In de literatuur is opgemerkt dat, vanuit het oogpunt van crediteurenbescherming, moet worden gekeken naar de “werkelijke (economische) waarde” van activa op het moment van splitsing.<sup>51</sup>

#### 8.4.7 Tussenconclusie

De vele verschillende omschrijvingen van het begrip waarde in uiteenlopende wettelijke regelingen en de desbetreffende rechtspraak dragen niet bij aan een overzichtelijk begrippenkader. Zoals gezegd is waarde-bepaling zonder het inkleuren van de waarderingscontext weinig zinvol. Een waardering kan in uiteenlopende situaties nodig zijn. Het hierna te bespreken waarderingskader kan bij de waardering van (aandelen en) ondernemingen structuur bieden op grond waarvan instructies kunnen worden gegeven aan waarderingsdeskundigen.<sup>52</sup> De met die structuur beoogde eenduidigheid kan miscommunicatie tussen juristen onderling en ook met economen beperken. Om een zo hanteerbaar mogelijk overzicht te presenteren, sluit ik aan bij de inhoud van de rapporten die ik in de Nederlandse praktijk heb gezien.

49 R.o. 3.7, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 18 november 1999, *JOR* 1999/254 (Troll group/SEP).

50 Zie r.o. 4.10, HR 20 december 2013, *NJ* 2014/222 (Schreurs q.q./Favini): volgens de curator moest de splitsing vanwege dit mogelijke verschil met een beroep op art. 42 Fw moest worden vernietigd.

51 M. van Olffen, e.a. *Splitsing van Ondernemingen*, Deventer: Law & Practice Publishers 1998, p. 78; J.W.H. van Zadelhoff, ‘Splitsing, crediteurenbescherming en faillissement’, *TvI* 1998/7; J.W.H. van Zadelhoff, ‘Splitsing en crediteurenbescherming: de reikwijdte van art. 2:334t BW v. de verzetsregeling’, *TvI* 2000, § 6.1.

52 In de literatuur is reeds opgemerkt dat waarderingsopdrachten gedetailleerde instructies missen. Zie: B. Prins, ‘Omgang met de deskundige’, in: *Ik ben niet overtuigd: opstellen aangeboden aan mr. P. Ingelse*, Ars Aequi Libri 2015, p. 349.

## 8.5 Waarderingskader

Omdat ik ben ingegaan op de definities van waarde in de geschillen- en blokkeringsregeling, de uitkoopprocedure, de Interventiewet en bij een afsplitsing, geldt het door mij voorgestelde waarderingskader in beginsel voor die situaties. Het is echter ook te hanteren bij andere statutaire, contractuele of wettelijke waarderingsopdrachten. Daarnaast kan het worden toegepast bij een gerechtelijke waarderingsprocedure voor een pre-insolventieakkoord, waarbij een waarderingsdeskundige de te verwachten waarde van de onderneming na herstructurering moet bepalen.<sup>53</sup> Andere situaties waarin een waarderingsdeskundige om een waardering kan worden gevraagd en waarvoor dit waarderingskader kan worden gehanteerd, zijn de binnenlandse omzetting (art. 2:181 lid 4 BW), de (grensoverschrijdende) fusie (art. 2:333h lid 2 BW) of splitsing (art. 2:334e lid 2 BW), het uittredingsrecht van houders van stemrechtloze en winstrechtloze aandelhouders bij fusie, waarbij de verkrijgende vennootschap geen B.V. is (art. 2:330a lid 2 BW).<sup>54</sup> In mindere mate geldt dit ook bij het openbaar bod (art. 2:359c en 2:359d BW).<sup>55</sup>

Voor de ondernemingsrechtelijke procedures bestaat het waarderingskader uit vier stappen die afhankelijk van de omstandigheden kunnen worden ingericht. Het kader is afgeleid van het algemene waarderingskader zoals ik dat voor de waardering van ondernemingen en aandelen in paragraaf 3.2.6 heb gepresenteerd.

### *Stap 1: welke waarderingscontext?*

Als een waarderingsdeskundige in een juridische procedure de opdracht ontvangt om de waarde van een bepaald aandelenpakket te berekenen, zal het doel vaak voldoende helder zijn. Daarna volgt de vraag welke waarde moet worden bepaald. Hiervoor moet de instructie de waarderingscontext en de veronderstellingen duidelijk weergeven. Nu kan de vraag worden

---

53 Zie N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 8.6, p. 259-260.

54 P.P. de Vries, 'Procedures voor prijsbepaling van aandelen in een BV: van lappen-deken naar samenhang' in: B.F. Assink e.a., *De toekomst van het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

55 Hier gaat het om de vaststelling van een "billijke prijs". Hiervoor wordt in de regel een *fairness opinion* afgegeven. Vgl. Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 april 2017, JOR 2017/92, § 3.13.d); C.J.C. de Brauw, *GS Toezicht Financiële Markten*, art. 18 Besluit openbare biedingen Wft, aant. 7.4.

gesteld of de rechter hiervoor de deskundigheid in huis heeft. Het zou hierbij behulpzaam zijn als de rechter alvorens de opdracht te geven een concept daarvan aan de deskundige verstrekt, zodat in overleg de definitieve waarderingsopdracht wordt geformuleerd.

Voor de waarderingscontext zijn er in het algemeen twee mogelijkheden om de waarde van een goed te benaderen: de gebruikswaarde (value in use) of de ruilwaarde (value in exchange).<sup>56</sup> Deze begrippen kunnen ook bij de waardering van (aandelen en) ondernemingen worden gehanteerd.<sup>57</sup> De value in exchange betreft de prijs die tot stand komt bij een transactie. De waarde in het economische verkeer en de fair (market) value zijn voorbeelden daarvan.<sup>58</sup> De value in use is de waarde voor een bepaalde koper of verkoper en geeft de economische waarde van de (aandelen in een) onderneming vanuit zijn perspectief weer. Voor de huidige aandeelhouder kan de value in use neerkomen op de stand alone waarde. Voor een koper zou een hogere waarde kunnen gelden. Doorgaans komt een transactie tot stand als de value in use voor de koper hoger is dan die voor de verkoper; de prijs zal dan tussen beide waarden komen te liggen.

Er zijn verschillende redenen waarom de waarde voor een specifieke koper kan afwijken van de waarde in een (hypothetische) transactie, bijvoorbeeld omdat deze de ondernemingsprestaties kan verbeteren of synergievoordelen kan realiseren.<sup>59</sup> Zo kan er een verschil zijn tussen de strategische en operationele plannen en mogelijkheden van partijen of

56 A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776), p. 28; W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 9.

57 S.P. Pratt e.a., *Standards of Value, Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc, 2007, p. 21. Voor verdere sub-categorieën verwijs ik naar: I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 244-245.

58 In de Amerikaanse waarderingsliteratuur wordt in dit verband de term “standards of value” (de waardemaatstaf of -standaard) genoemd. Omdat de waarderingsveronderstelling reeds leidt tot inkleuring van de standard of value, ga ik daar niet verder op in en verwijs ik naar: S.P. Pratt e.a., *Standards of Value, Theory and Applications*, (Hoboken, New Jersey): John Wiley & Sons, Inc. 2007, p. 21 e.v.; G.R. Trugman, *Understanding Business Valuation, a practical guide to valuing small to medium size businesses*, AICPA, 2012, p. 103-104; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 5.4-5.5.

59 S. Sudarsanam, *Creating value from merger and acquisitions*, Pearson Education Ltd. 2010, 2<sup>nd</sup> ed., Ch. 14.

mogelijke kosten- en opbrengstsynergieën tussen de te waarderen onderneming en de onderneming van een bepaalde koper.<sup>60</sup> Het aanbrengen van een waarderingsperspectief is voor waarderingsdeskundigen in dit verband noodzakelijk.<sup>61</sup>

Het in aanmerking nemen van een waarderingscontext komt voor aandelenwaardering in ondernemingsrechtelijke procedures in de kern neer op de keuze tussen de gebruikswaarde voor de huidige aandeelhouders of de ruil- of marktwaarde.<sup>62</sup> Bij het ontbreken van een notering of bindend bod komt de aan de value in exchange ten grondslag liggende analyse neer op: (i) identificatie van mogelijke kopers; (ii) de waarschijnlijkheid dat deze partijen willen kopen; (iii) de schatting van de toepasselijke gebruikswaarde voor deze partijen; en vervolgens (iv) de schatting van het onderhandelingsresultaat (value in exchange). Al deze assumpties maken duidelijk dat de uitkomst zeer geclausuleerd is.

Bij de waarde in het economische verkeer gaat het om de schatting van de hoogste ruilwaarde. Bij de fair (market) value gaat het om een (ongedefinieerd) gemiddelde van ruilwaarden. De hierboven genoemde aspecten zijn van invloed op de uitkomst. Hoe waarschijnlijker een transactie met een bepaalde partij is, des te meer gewicht komt er voor het schatten van het onderhandelingsresultaat toe aan de waarde voor die partij. Een instructie voor de berekening van de gebruikswaarde voor de huidige (enig-)aandeelhouder leidt daarentegen tot beoordeling van de stand alone value.

Als aandelen genoteerd zijn (of een relevante vergelijkbare transactie bestaat), is er veel voor te zeggen dat de waarderingsdeskundige voor de bepaling van de fair (market) value of de waarde in het economische verkeer aanhaakt bij de prijzen op de transparante markt (of de prijzen betaald bij een vergelijkbare transactie). In situaties waar dit niet het geval is, leidt het hanteren van de fair (market) value of de waarde in het economische verkeer slechts tot subjectieve uitwerkingen. Omdat bij een waarderingsrapport gebaseerd op de value in use voor de huidige aandeelhouder

---

60 Vgl. R.L. ter Hoeven, *De zin en onzin van fair value in de jaarrekening; de zoektocht naar natuurlijke breuklijnen in het historische kostprijsoppervlak* (diss. 2006), p. 11.

61 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 28 e.v.

62 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 9.

minder (subjectieve) assumpties nodig zijn ten aanzien van de koper of het verkoopproces, ben ik er voorstander van om (vaker dan nu voorkomt) van de stand alone waarde uit te gaan.

*Stap 2: waardebegrip*

Binnen de eerder genoemde waarderingsperspectieven is vervolgens een waardebegrip vereist. Dit biedt een uitgangspunt voor de waardering van een onderneming. Dat is wat anders dan de waarderingsmethode (stap 3), hetgeen de manier weergeeft om de waarde te bepalen. Tussen waardebegrippen en waarderingsmethoden bestaat een hiërarchische relatie. Ik noem deze stap slechts uit theoretisch oogpunt want in de praktijk kiezen waarderingsdeskundigen voor het financieel-economische waardebegrip: de hierboven toegelichte economische waarde.<sup>63</sup> In de literatuur wordt daarnaast het waardebegrip uit de financial accounting genoemd (de intrinsieke waarde die een afgeleide van de jaarrekening vormt, veelal deels gebaseerd op historische kostprijs), maar dat onderwerp laat ik hier verder rusten.<sup>64</sup>

*Stap 3: waarderingsmethode*

Op grond van het bovenstaande kunnen waarderingsdeskundigen de waarderingsmethode bepalen, inclusief de onderbouwing van gekozen parameters.<sup>65</sup> Bij het financieel-economisch waardebegrip wordt de waarde bepaald aan de hand van discontering van (i) kasstromen (bijvoorbeeld de discontering van de vrije kasstroom (tegen de gewogen gemiddelde kostenvoet) of de discontering van verwachte dividenden (tegen de

63 T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, 2010, 5<sup>th</sup> edition, p. 101 e.v.; R. Sman, *Met waardering...: Ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 81.

64 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 2, 23 e.v.; R. Sman, *Met waardering...: Ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Kluwer 1992, p. 26. Bijv. r.o. 3.6, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 juli 2015, *JOR* 2015/261 (Nagron), betreffende een vastgoedonderneming waarvan de waardering van activa op taxatiewaarde plaatsvond en aandelenwaarde gebaseerd werd op intrinsieke waarde.

65 Vgl. B. Prins, 'Omgang met de deskundige' in: *Ik ben niet overtuigd: opstellen aangeboden aan mr. P. Ingelse*, Ars Aequi Libri 2015, p. 347-358.



kostenvoet van eigen vermogen)); of (ii) winsten (bijvoorbeeld de rentabiliteitsmethode waarbij “eeuwigdurende” winsten worden gediscoteerd (tegen de kostenvoet van eigen vermogen)).<sup>66</sup>

Als het juist is dat marktprijzen, bijvoorbeeld beurskoersen of prijzen die bij overnames tot stand komen, in economische zin efficiënt zijn, dan geven deze prijzen de economische waarde weer. Deze prijzen bieden daarmee aanknopingspunten voor de waardering van andere (al dan niet genoteerde) aandelen. Hierbij wordt gebruikgemaakt van zogenoemde multiples. Dit zijn methoden waarbij deskundigen voor het berekenen of ter toetsing van de waarde mede afgaan op de prijs (beurskoers) of bepaalde verhoudingsgetallen van vergelijkbare ondernemingen of transacties. Het probleem is echter dat transparante markten of goed vergelijkbare transacties vaak ontbreken.

#### *Stap 4: overige factoren*

In aanvulling op het bovenstaande kunnen ook andere factoren een rol spelen. Bijvoorbeeld het al dan niet toepassen van bepaalde (subjectieve) premies of kortingen op de disconteringsvoet die bij de hierboven genoemde waarderingsmethoden worden gehanteerd, het verwerken van eventuele contractuele of statutaire aanwijzingen of de keuze voor de correcte peildatum voor de waardering. Wat premies en kortingen betreft, volgt uit de in de rechtspraak van de Ondernemingskamer ontwikkelde normen voor de geschillenregeling en de uitkoopprocedure dat in beginsel geen correcties dienen te worden toegepast op de pro rata parte-waardering.<sup>67</sup> Dit houdt in dat voor de waardering van een bepaald aandelenbelang geen kortingen

---

66 Zie: T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation, measuring and managing the value of companies*, (Hoboken, New Jersey): John Wiley & Sons 2010, 5<sup>th</sup> edition, p. 101 e.v.; W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 213.

67 Uitkoopprocedure: T. Salemink, *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2014, 9.3.3 en de daar genoemde verwijzingen naar literatuur en rechtspraak. Geschillenregeling: r.o. 4.17, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 april 2003, ARO 2003/71, JOR 2003/144 (Hoffmann). Dit betekent overigens niet dat geen enkele korting kan worden toegepast voor de berekening van de *enterprise value*. Zie bijv.: r.o. 2.10, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 december 2012, ARO 2013/17 en 21 februari 2012, ARO 2012/35 (waarin een kleinschaligheidstoelag werd goedgekeurd).

of premies worden toegepast in verband met de mate van zeggenschap of verhandelbaarheid. De rechtspraak wijkt op dit punt af van de methoden die in de waarderingspraktijk worden toegepast.<sup>68</sup>

## 8.6 Samenvatting

In dit hoofdstuk ben ik ingegaan op de omschrijvingen van waarde zoals die voor aandelenwaardering binnen het enquêterecht, de geschillen- en blokkeringsregeling, de uitkoopprocedure, de Interventiewet en bij een afsplitsing worden gebruikt. In de wet, literatuur, rechtspraak en waarderingsrapporten uit de herstructureringspraktijk worden veel verschillende termen gehanteerd. Verschillende situaties kunnen leiden tot een verschillende benadering van de waardering van (aandelen in) een onderneming, maar de wisselende terminologie kan zorgen voor miscommunicatie tussen juristen onderling en ook met economen. Om structuur aan te brengen in de uitwerking van de waarderingsopdracht, stel ik het volgende waarderingskader voor:

1. Bepalen van de waarderingscontext: value in exchange (ruilwaarde) of value in use (gebruikswaarde). Value in use betreft bij aandelenwaardering de stand alone waarde voor de huidige aandeelhouder(s). Value in exchange gaat uit van een transactie, waarbij een analyse van de mogelijke kopers, de waarschijnlijkheid dat deze partijen gaan kopen, de value in use voor deze mogelijke kopers en de schatting van het onderhandelingsresultaat wordt gemaakt. Bij deze schatting kan onderscheid worden gemaakt tussen de fair (market) value (willing buyer) en de waarde in het economische verkeer (hoogstbiedende gegadigde).
2. Bepalen van een waardebegrip: dit zal waarschijnlijk het financieel-economisch waardebegrip (de economische waarde) zijn (in tegenstelling tot het waardebegrip uit de financiële accounting).
3. Bepalen van een waarderingsmethode(n) die past bij het gekozen waardebegrip. De gekozen waarderingsmethode en variabelen vragen om een nauwkeurige onderbouwing en toelichting.

---

68 Voor een toelichting op de premies of kortingen op de disconteringsvoet verwijs ik naar: A. Damodaran, 'Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount', New York University – Stern School of Business, July 2005, p. 34 e.v.; S.P. Pratt, *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, New York: McGraw-Hill 2008, p. 381-468; G.R. Trugman, *Understanding Business Valuation, a practical guide to valuing small to medium size businesses*, AICPA, 2012, p. 501-660.

4. Bepalen van overige factoren. Bijvoorbeeld: toepassing van bepaalde premies of kortingen, rekening houden met contractuele of statutaire aanwijzingen, de peildatum enzovoort.

De instructies moeten met name zien op de onderdelen 1 en 4; de onderdelen 2 en 3 moeten aan de waarderingsdeskundige worden gelaten. Om tot een gedegen afstemming te komen, kan de rechter zijn waarderingsopdracht of -instructie in concept aan de deskundige(n) voorleggen, zodat in overleg de waarderingsopdracht wordt geformuleerd. Door in de waarderingsopdracht bovenstaande onderdelen te benoemen, wordt de waardering van (aandelen in) een onderneming op een consistente wijze behandeld. Door het consequent benoemen en toelichten van de in dit kader te maken keuzes wordt transparantie en inzicht voor alle belanghebbenden bereikt. Als de waarderingsdeskundige van bepaalde uitgangspunten moet uitgaan, kan de rechter hierover instructies geven. Ten slotte geldt: *“valuation gathers its meaning in a particular situation from the purpose for which the valuation is being made”*.<sup>69</sup>

---

<sup>69</sup> M. Kantor, *Valuation for arbitration, compensation standards, valuation methods, and expert evidence*, Kluwer Law International 2008, p. 6.



## HOOFDSTUK 9

### NABETALINGSCLAUSULES

(Vereniging Jaarrekeningenrecht – bundel 2016-2018)

#### 9.1 Inleiding

Uit voorgaande hoofdstukken volgt dat waardering in veel verschillende juridische situaties een rol kan spelen. Hoofdstukken 4 en 8 gingen in op de waardering van ondernemingen (en aandelen) bij de toepassing van de blokkeringsregeling, de geschillenregeling, de uitkoopprocedure, het enquêterecht en de Interventiewet. Naast deze situaties kan waardering ook nodig zijn als een onderneming in financiële moeilijkheden verkeert. Niet alleen voor een pre-insolventieakkoord (zie hoofdstukken 5 en 6), maar bijvoorbeeld ook voor een beoogde herkapitalisatie, strategische interne verhangingen binnen een concern, of een zogenoemde “sterfhuisconstructie”.<sup>1</sup> In dit laatste geval wordt een waardering bij een verkoop van aandelen in een dochtervennootschap dan bijvoorbeeld opgesteld met het oog op een mogelijk opvolgend faillissement van de verkopende vennootschap en pauliana-vraagstukken. In dit verband kan een “nabetalingsclausule” (ook wel “herwaarderingsclausule” of “glijclausule” genoemd) een rol spelen. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de juridische houdbaarheid van de nabetalingsclausule.<sup>2</sup>

---

1 Een stervhuisconstructie is de strategie om een ‘gezonde’ dochtervennootschap niet langer bloot te stellen aan de financiële problemen bij de andere groepsvennootschappen. Dit kan worden bereikt door de verkoop van de gezonde onderneming aan een gelieerde houdstermaatschappij. Zulke constructies bestaan al lang: zie bijv. het voorstel uit 1925 tot een stervhuisconstructie voor Wm.H. Müller & Co in: L. Petram, *De vergeten bankencrisis*, Amsterdam/Antwerpen: Atlas Contact 2016, p. 205-206. Op de aan deze constructie gerelateerde vraagstukken over (financiële of fiscale) kruis- of aansprakelijkheidsverbanden, zoals uit hoofde van 403-verklaringen of concernfinancieringen (draagplicht- en regresproblematiek), ga ik niet in. Zie voor andere herstructureringsituaties waarvoor een waardering nodig kan zijn: E.R. Arzac, *Valuation for mergers, buyouts, and restructuring*, John Wiley & Sons, Inc., 2005, Ch. 15: asset restructuring.

2 Zie ook: S.W. van den Berg, ‘Een waarderingskader voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures’, in: J.B.S. Hijink (red.), *Vereniging Jaarrekeningenrecht – Bundel 2016-2018*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 99 – 126.

## 9.2 De nabetalingsclausule nader beschouwd

Als onderdeel van een herstructureringsstrategie kan een concern overwegen de aandelen in een 'gezonde' dochtervennootschap te verkopen. Op het moment dat de verkopende entiteit vervolgens faillieert, zal de curator de verkoop onderzoeken en, als hij daartoe aanleiding ziet, op grond van de faillissementspauliana overgaan tot vernietiging van de aandelenoverdracht. Om het risico op een succesvolle vernietiging te beperken, kan bij de verkoop geadviseerd worden dat (i) ter onderbouwing van de koopprijs een waarderingsrapport wordt opgesteld, en (ii) voor zover mogelijk, een verkoopproces wordt opgezet om de markt te testen en vast te stellen wat andere marktpartijen bereid waren te betalen. In de praktijk wordt ook weleens gebruik gemaakt van een nabetalingsclausule. Dit is (nog) geen vastomlijnd begrip maar deze clausule kan inhouden dat partijen, in aanvulling op de voorlopige of symbolische koopprijs, overeenkomen dat de koper na verloop van tijd een nabetaling doet op grond van een herwaardering van de onderneming.<sup>3</sup> Een doel hiervan kan zijn het realiseren van een reële verkoopprijs om zo, in geval van een mogelijke *actio pauliana*, te proberen het benadelingsvereiste te neutraliseren.<sup>4</sup>

In de literatuur en rechtspraak wordt verschillend gedacht over de effectiviteit van een nabetalingsclausule.<sup>5</sup> Vanuit juridisch perspectief, waarbij ik slechts inga op het scenario van een opvolgend faillissement van de verkopende vennootschap, acht ik het volgende van belang.

- 3 Soms wordt ook wel de term "anti-embarrassment" gebruikt maar deze bepaling heeft vaak meer weg van een anti-speculatiebeding, inhoudende dat bij doorverkoop binnen een bepaalde tijd een nabetaling plaatsvindt of boete geldt.
- 4 Vgl. W.J. Slagter, 'De sterfhuis-constructie', *TVVS* nr. 83/2, p. 30; B. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring* (2), Wessels Insolventierecht nr. III, 2013/3287; Noot N.S.G.J. Vermunt onder Rb Oost-Brabant 5 november 2014, *JOR* 2015/120; Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016, *JOR* 2016/143, *RI* 2016/58; wenk bij Rb Oost-Brabant, 5 november 2014, *RI* 2015/20.
- 5 Positief: Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016, *JOR* 2016/143; Rb Utrecht 24 augustus 2005, *JOR* 2006/134; B. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring* (2), Wessels Insolventierecht nr. III, 2013/3102b onder (v); R.J. van der Weijden, *De faillissementspauliana* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2012, p. 74; H.J. Damkot, 'Verkoop van de aandelen van de gezonde vennootschappen en paulianarisico', *Effecten- en vermogensrecht*, 2011/5.10; R.C.M. van Moorsel, 'De overname van aandelen op naam en de Faillissementspauliana', *WPNR* 2002/6508, p. 744; wenk A.A.M. Jacobs bij Rb Oost-Brabant 29 april 2016, *RI* 2016/79. Negatief: Rb Oost-Brabant 5 november 2014, *JOR* 2015/120, *RI* 2015/20; R.J. Abendroth, 'De almachtige (?) curator', *Ondernemingsrecht* 2009/53.

Een aandelenoverdracht is meestal een rechtshandeling anders dan om niet. Om als curator een succesvol beroep te doen op de faillissements-pauliana is onder andere vereist dat (i) de schuldeisers zijn benadeeld, en (ii) er wetenschap van benadeling is bij zowel de verkoper als de koper.<sup>6</sup>

De vraag naar benadeling moet worden beantwoord door de hypothetische situatie waarin de schuldeisers zouden hebben verkeerd zonder de gewraakte rechtshandeling te vergelijken met de situatie waarin zij feitelijk verkeren als die handeling onaangetast blijft.<sup>7</sup> Voor het vaststellen van de eventuele benadeling is het van belang de gehele tegenprestatie van de koper te beoordelen (dus met inbegrip van mogelijke nabetaling op grond van de nabetalingsclausule).<sup>8</sup> Deze toets moet plaatsvinden op het moment dat de faillissementspauliana door de curator is ingeroepen of als de rechter in hoogste feitelijke instantie hierover beslist (*ex nunc*).<sup>9</sup>

Voor wetenschap van benadeling moet worden aangetoond dat partijen wisten of behoorden te weten dat benadeling het gevolg van de rechtshandeling zou zijn.<sup>10</sup> Volgens de Hoge Raad is van wetenschap van benadeling sprake indien ten tijde van de handeling het faillissement en een tekort daarin met een redelijke mate van waarschijnlijkheid waren te voorzien voor zowel de schuldenaar als degene met of jegens wie de schuldenaar de rechtshandeling verrichtte.<sup>11</sup> De wetenschap van een kans op benadeling is daarbij onvoldoende.<sup>12</sup> In tegenstelling tot de beoordeling van de vraag of

6 Art. 42 lid 2 Fw.

7 HR 19 oktober 2001, NJ 2001/654, JOR 2001/269 (Diepstraten/Gilhuis q.q.).

8 HR 19 december 2008, NJ 2009/220 (Curatoren AHC/Air Holland c.s.). Zie ook noot N.S.G.J. Vermunt onder Rb Oost-Brabant 5 november 2014, JOR 2015/120, § 5; Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016, JOR 2016/143, § 3.

9 HR 23 december 1949, NJ 1950/262 (Boendermaker/Schopman); HR 22 september 1995, NJ 1996/706 (Ravast/Ontvanger); HR 19 oktober 2001, NJ 2001/654, JOR 2001/269 (Diepstraten/Gilhuis q.q.).

10 Art. 42 lid 1 Fw.

11 R.o. 3.7, HR 22 december 2009, NJ 2010/273 (ABN AMRO/Van Dooren q.q. III); Sinds dit arrest heeft de Hoge Raad deze maatstaf nog een aantal maal bevestigd. Zie: Jongepier q.q./Drieakker cs., NJ 2017/177, ECLI:HR:2017:635; HR 29 november 2013, ECLI:NL:HR:2013:CA3762, NJ 2014/9 (Roefen q.q./Jaya), r.o. 3.6, en HR 16 oktober 2015, ECLI:NL:HR:2015:3094, NJ 2016/49 (Ingwersen q.q./ING), r.o. 4.3.2.

12 HR 1 oktober 1993, NJ 1994/257 (Ontvanger/Pellicaan); HR 17 november 2000, NJ 2001/272 (Bakker q.q./Katko).

sprake is van benadeling, moet de vraag naar wetenschap van benadeling worden beoordeeld naar het tijdstip waarop de rechtshandeling werd verricht (*ex tunc*).<sup>13</sup>

In een arrest van het gerechtshof 's-Hertogenbosch van februari 2016 was de nabetalingsclausule als volgt in de akte van levering opgenomen:

“In geval enige belastingautoriteit of gerechtelijke instantie bij in kracht van gewijsde gegaan vonnis of beschikking een andere waarde toekent aan de Aandelen dan de koopsom, of oordeelt dat het bedrag van de koopsom niet de waarde in het economisch verkeer van de Aandelen per de datum van overdracht vertegenwoordigt, dan zal een dergelijk oordeel niet de nietigheid of vernietigbaarheid tussen partijen van de in deze akte omschreven rechtshandelingen en overdracht tot gevolg hebben, maar zullen partijen de aldus door de belastingautoriteit of gerechtelijke instantie vastgestelde waarde als koopsom aannemen, dan wel in redelijk overleg een bedrag van de koopsom vaststellen dat naar het oordeel van partijen het oordeel van de belastingautoriteit of gerechtelijke instantie zo dicht mogelijk benadert.”<sup>14</sup>

Als antwoord op de vraag of deze nabetalingsclausule de benadeling kon neutraliseren, overwoog het gerechtshof 's-Hertogenbosch als volgt:

“Naar het voorlopige oordeel van het hof kan een bepaling zoals de onderhavige nabetalingsclausule in voorkomende gevallen worden gehanteerd bij een verkoop van vermogensbestanddelen aan een “echte” derde – een buitenstaander die geen banden heeft met de verkopende partij – met name in gevallen waarin een verkoper wil verkopen om een faillissement van de onderneming te voorkomen en de koper een zo laag mogelijke, maar wel reële, koopprijs wil betalen. Partijen kunnen in zo’n geval een prijs overeen komen die zij beiden op het eerste gezicht redelijk vinden, maar waarbij ten behoeve van de verkoper wel een zeker correctiemechanisme wordt ingebouwd en de koper in voorkomend geval na correctie bereid en in staat is om die hogere gecorrigeerde koopprijs alsnog te voldoen.”<sup>15</sup>

---

13 Als de verkoper binnen een jaar na de levering van de aandelen faillieert, kan de curator wellicht gebruik maken van een wettelijk bewijsvermoeden dat partijen wisten of behoorden te weten dat benadeling van schuldeisers het gevolg van de rechtshandeling zou zijn. Zie: art. 43 lid 1 sub 1° (er is een discrepantie tussen de waarde van de prestaties over en weer) of sub 3-6° (verkoop aan een gelieerde partij) Fw.

14 R.o. 3.1.2, Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016, *JOR* 2016/143.

15 R.o. 3.16.2, Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016, *JOR* 2016/143.



Hier nam het hof dus aan dat de nabetalingsclausule de benadeling onder genoemde voorwaarden kon neutraliseren.<sup>16</sup>

In een andere procedure leek de rechtbank Oost-Brabant ook van het hierboven geciteerde uitgangspunt van het hof uit te gaan, maar liet verdere beoordeling in het midden omdat de toepassing van de nabetalingsclausule apert nadelig werd geacht voor de schuldeisers:

“Het nadeel ligt in het ernstig bemoeilijken van het verhaal ten detrimente van de (gezamenlijke) schuldeisers van de verkoper (Brova) in vergelijking met de wettelijke vernietigingsmogelijkheden van artikel 42 Fw. Na de vernietiging hebben de curatoren direct de handen vrij om met de betreffende activa te handelen zoals zij in het belang van de boedel geraden oordelen.”<sup>17</sup>

De nabetalingsclausule is relevant voor de situatie dat partijen een voorlopige koopsom overeen zijn gekomen en op het moment van overdracht een symbolische (lees: geen reële) koopprijs wordt voldaan,<sup>18</sup> of als onzekerheid bestaat over de vraag of de prijs wel de reële waarde vertegenwoordigt. De gedachte is dan dat uiteindelijk, na herwaardering en eventuele nabetaaling, een reël bedrag wordt voldaan waardoor er geen benadeling zou zijn.

Echter, zelfs als (uiteindelijk) een prijs gelijk aan de reële waarde wordt voldaan kan er sprake zijn van benadeling.<sup>19</sup> Ten eerste kan de discrepantie tussen de bij overdracht betaalde (te lage) prijs in faillissement van de verkoper weliswaar worden gecorrigeerd, maar onder omstandigheden (bijvoorbeeld een bod van een derde dat hoger is dan de op grond van de herwaardering gecorrigeerde prijs)<sup>20</sup> kan de benadeling omvangrijker zijn dan het na te betalen verschil tussen de koopprijs en de herwaardering.<sup>21</sup> Ten tweede kan een verkoop tegen uiteindelijk een marktconforme prijs

16 Uit r.o. 3.16.1, Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016 volgt dat het om de voorwaarde van benadeling ging.

17 R.o. 4.16-4.19, Rb Oost-Brabant 29 april 2016 (Dix q.q./O&C Invest), *RI* 2016/79.

18 Vgl. B. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring* (2), Wessels Insolventierecht nr. III, 2013/3287.

19 Vgl. HR 22 mei 1992, *NJ* 1992/526 (Bosselaar/Interniber; Montana I). Zie ook: HR 18 januari 2008, *NJ* 2008/83 m.nt. I. Spinath (Slijm/Brouwer).

20 Zie: wenk M.N. de Groot bij Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016, *RI* 2016/58.

21 Vgl. N.E.D. Faber, *Verrekening*, Deventer: Kluwer 2005, p. 323.

benadelend zijn omdat de prijs niet beschikbaar komt voor de gezamenlijke crediteuren.<sup>22</sup> Er wordt dan weliswaar een reële prijs voldaan die niet leidt tot benadeling van de schuldenaar, maar ook in dat geval kan sprake zijn van benadeling van de gezamenlijke crediteuren. Zo werd in het Montana I-arrest weliswaar een reële prijs voldaan, maar vond de betaling plaats op een rekening van de schuldenaar met een debetstand waarna verrekening plaatsvond.<sup>23</sup> Op grond van het bovenstaande concludeer ik dat als de nabetalingsclausule ertoe leidt dat de verkoop tegen uiteindelijk een reële prijs plaatsvindt, de gezamenlijke schuldeisers niet anderszins benadeeld worden en de opbrengst uiteindelijk voor de gezamenlijke crediteuren beschikbaar komt, er geen benadeling is.<sup>24</sup>

Hiernaast is het de vraag of het vereiste van wetenschap van benadeling geneutraliseerd kan worden met een beroep op de aanwezigheid van de nabetalingsclausule. Het gerechtshof 's-Hertogenbosch oordeelde dat de betreffende nabetalingsclausule tot een sterke aanwijzing van het bestaan van wetenschap van benadeling leidde:

“Met de opname van een nabetalingsclausule als de onderhavige wordt reeds op voorhand ernstig rekening gehouden met een mogelijke pauliana-actie van schuldeisers of van de curator in een toekomstig faillissement van de verkoper. Hierin is naar het voorlopig oordeel van het hof reeds een sterke aanwijzing gelegen voor het bestaan van de wetenschap van benadeling aan beide zijden op het moment dat de overeenkomst, waarin die betreffende clausule is opgenomen, wordt gesloten (...).”<sup>25</sup>

22 Zie: R.J. de Weijs, *Faillissementspauliana, insolvenzanfechtung & Transaction avoidance in insolventcies: naar een geobjectiveerde regeling van schuldeisersbenadeling* (diss. Amsterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2010, p. 260-263.

23 HR 22 mei 1992, NJ 1992/526 (Bosselaar/Interniber; Montana I). A-G Biegman-Hartogh (§ 3.4) verwijst daarbij ook naar: HR 3 april 1911, w 9169; HR 23 december 1949, NJ 1950/262, en HR 3 oktober 1980, NJ 1980/643. In het Montana I-arrest ging het weliswaar om zaken maar ik zie niet in waarom dit niet zou gelden voor vermogensrechten.

24 Dit is m.i. in lijn met de in de literatuur overheersende opvatting dat de curator de pauliana niet kan invoeren, indien de wederpartij aanbiedt de benadeling op te heffen door het betalen van een geldbedrag. Zie: R.J. de Weijs, ‘Pauliana en onrechtmatige daad: Wederzijdse gevangenen?’, *WPNR* 2006 (6686); J.J. van Hees, ‘Enkele pauliana-perikelen’ in: *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 1997, p. 575; F.P. van Koppen, *Actio pauliana en onrechtmatige daadvordering*, Deventer: Kluwer 1998, p. 11 en p. 169; N.E.D. Faber, *Verrekening*, Deventer: Kluwer 2005, p. 363.

25 R.o. 3.17.3, Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016, *JOR* 2016/143.

Volgens het hof hebben partijen de schijn tegen; curatoren leggen transacties met zulke clausules waarschijnlijk onder een vergrootglas.<sup>26</sup> Ik vind de redenering van het hof onjuist voor algemene toepassing. De omstandigheden van het geval zijn namelijk zeer relevant. Niet elke nabetalingsclausule in elke transactie is overeengekomen met het oog op een toekomstig faillissement. In de reguliere overnamepraktijk wordt de koopprijs ook met regelmaat na verloop van tijd gecorrigeerd.<sup>27</sup> In die situaties wordt niet “op voorhand ernstig rekening gehouden” met een faillissement.

De juridische gevolgen van de geformuleerde clausule hangen voor een groot deel ook af van de formulering van de clausule. Een onderscheid kan worden gemaakt tussen de vraag *op* welk moment en, vervolgens, *naar* welk moment herwaardering moet plaatsvinden. Voor de eerste vraag geldt dat onderscheiden moet worden (i) het moment dat op de clausule (of op de pauliana) in faillissement van de verkoper een beroep wordt gedaan,<sup>28</sup> en (ii) een vaststaand moment na de datum van overdracht. Vervolgens is het de vraag of de clausule voorschrijft dat naar het moment van de aandelenoverdracht moet worden geherwaardeerd, of naar een later moment.<sup>29</sup> Kortom, deze (casuïstische) problematiek luistert extreem nauw.

Mede voor het scenario dat de verkoper niet faillieert, kunnen partijen overeenkomen dat de (her)waardering en de aanvulling op de voorlopige koopprijs op een later vaststaand moment plaatsvindt. Om het wetenschapsvereiste zoveel mogelijk te neutraliseren moeten partijen ten aanzien van de koopprijs – waarvan dus onzekerheid bestaat of die de reële waarde vertegenwoordigt – overeenkomen dat de gemaakte assumpties na enige tijd worden getoetst en de prijs vervolgens wordt gecorrigeerd, net zoals in de reguliere overnamepraktijk voorkomt.

26 Vgl. R.J. Abendroth, ‘De almachtige (?) curator’, *Ondernemingsrecht* 2009/53.

27 Zie bijv.: E.T. Meijer, ‘Enkele bepalingen van het overnamecontract’, in: B. Wessels e.a., *Bedrijfsovername*, Deventer: Wolters Kluwer 2009, derde druk, p. 95-96.

28 Op de vraag of de curator de overeenkomst gestand moet doen ga ik niet in maar verwijs ik naar de noot van N.S.G.J. Vermunt onder Rb Oost-Brabant 5 november 2014, *JOR* 2015/120, § 5 en de verwijzing aldaar.

29 W.J. Slagter, ‘De sterfhuis-constructie’, *TVVS* nr. 83/2, p. 30; W.J. Oostwouder, *Management Buy-Out*, Deventer: Kluwer 1996, p. 381. Zie bijv.: r.o. 2.23, rechtbank Oost-Brabant 29 april 2016 (Dix q.q./O&C Invest), *RI* 2016/79: “In aanvulling op de initiële koopsom is koper aan verkoper een aanvullende koopsom verschuldigd, indien verkoper (later) kan aantonen dat de waarde in het economische verkeer van de aandelen per heden hoger is dan de initiële koopsom.”

Voor benadeling is het relevant naar welk moment moet worden geherwaardeerd. De benadeling wordt ex nunc getoetst. Het opheffen van de discrepantie in de toename van aandeelhouderswaarde is slechts mogelijk als de (her)waardering en nabetaling ook plaatsvindt naar het moment dat de faillissementspauliana door de curator is ingeroepen, of als de rechter in hoogste feitelijke instantie hierover beslist. Als de waarde van de onderneming op het moment dat over de vraag naar benadeling wordt geoordeeld is gestegen, leidt elke clause die waardeert naar een eerder moment niet tot opheffing van genoemde discrepantie.<sup>30</sup> Zoals toegelicht hoeft dit echter niet te betekenen dat de vermogensvergelijking tussen de twee scenario's dan per definitie neutraal is.

Tot slot nog het volgende. Om de nabetalingsclause niet apert nadelig te laten zijn voor de gezamenlijke crediteuren, moeten de kosten van de waardering (zekerheidshalve) voor rekening van de koper komen, of voor gelijke delen worden gedragen. Om verdere discussie te voorkomen moet de uitkomst van de waarderingsexercitie bindend zijn voor beide partijen.<sup>31</sup> Het is ook praktisch om in de nabetalingsclause overeen te komen welke waarde moet worden berekend en hoe met bijzonderheden om te gaan. Bijvoorbeeld de vraag hoe de deskundige moet omgaan met een scenario dat de entiteit niet langer stand alone opereert maar juist is geïncorporeerd in het kopende concern (en mogelijke kosten- of opbrengst-synergieën worden gegenereerd). Als de transactie is gesloten met een stand alone special purpose vehicle spelen deze overwegingen geen rol. Als een waarderingsdeskundige betrokken was bij de verkoop, is het efficiënt als die ook wordt ingeschakeld voor de herwaardering. Die waarderingsdeskundige heeft dan een informatievoorsprong, hetgeen de periode beperkt dat er voor de boedel onzekerheid bestaat over de daadwerkelijk aan de boedel toekomende prijs.<sup>32</sup> Ik schat echter ook in dat een curator juist een neutrale derde partij wenst in te schakelen voor een herwaardering.

30 Vgl. R.D. Vriesendorp, *Insolventierecht*, Studiereeks Burgerlijk Recht, nr. 8, Deventer: Wolters Kluwer 2013, § 217. Waarderen naar een eerder moment (waarderen "with hindsight") leidt ook tot mogelijke waarderingsdilemma's. Zie bijv.: K.W.M. Scheepers, 'Waarderen bij uitkoopprocedures na Unit4 en DIM Vastgoed' in: J.B. Huizink, *Waardering van aandelen na Unit4*, ZIFO-reeks, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 31.

31 R.o. 4.18, Rb Oost-Brabant 29 april 2016 (Dix q.q./O&C Invest), RI 2016/79.

32 Dit zou volgens de rechtbank Oost-Brabant mogelijk schadelijk zijn voor de afwikkeling van het faillissement.

### 9.3 Conclusie

In faillissement kan een curator de verkoop van aandelen in een dochtervennootschap onderzoeken. Op grond van de faillissementspauliana kan hij vervolgens overgaan tot vernietiging van de aandelenoverdracht (*actio pauliana*). Om het risico op een succesvolle vernietiging te beperken, wordt in de praktijk vaak ter onderbouwing van de koopprijs een waarderingsrapport opgesteld. Voor zover mogelijk kan ook het opzetten van een (beperkt) verkoopproces nuttig zijn, zodat de markt kan worden getest en kan worden vastgesteld wat andere marktpartijen bereid waren te betalen. In de praktijk wordt bij transacties ook weleens gebruik gemaakt van een nabetalingsclausule. Dit is (nog) geen vastomlijnd begrip maar deze clausule kan inhouden dat partijen, in aanvulling op de voorlopige of symbolische koopprijs, overeenkomen dat de koper na verloop van tijd een nabetaling doet op grond van een herwaardering van de onderneming. Het doel hiervan is het realiseren van een reële verkoopprijs om zo, in geval van een mogelijke *actio pauliana*, te proberen het benadelingsvereiste te neutraliseren.

De juridische gevolgen van het hanteren van een nabetalingsclausule hangen voor een groot deel af van de formulering ervan. Een onderscheid kan worden gemaakt tussen de vraag op welk moment en, vervolgens, naar welk moment herwaardering moet plaatsvinden. Voor de eerste vraag geldt dat onderscheiden moet worden (i) het moment dat op de clausule (of op de pauliana) in faillissement van de verkoper een beroep wordt gedaan, en (ii) een vaststaand moment na de datum van overdracht. Vervolgens is het de vraag of de clausule voorschrijft dat naar het moment van de aandelenoverdracht moet worden geherwaardeerd, of naar een later moment. Deze (casuïstische) problematiek luistert extreem nauw.

Ik heb weergegeven dat als de nabetalingsclausule ertoe leidt dat de verkoop tegen uiteindelijk een reële prijs plaatsvindt, de gezamenlijke schuldeisers niet anderszins benadeeld worden en de opbrengst uiteindelijk voor de gezamenlijke crediteuren beschikbaar komt, er geen benadeling zal zijn.<sup>33</sup>

---

33 Dit is m.i. in lijn met de in de literatuur overheersende opvatting dat de curator de pauliana niet kan invoeren, indien de wederpartij aanbiedt de benadeling op te heffen door het betalen van een geldbedrag. Zie: R.J. de Weijs, 'Pauliana en onrechtmatige daad: Wederzijdse gevangen?' , *WPNR* 2006 (6686); J.J. van Hees, 'Enkele pauliana-perikelen' in: *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 1997, p. 575; F.P. van Koppen, *Actio pauliana en onrechtmatige daadvordering*, Deventer: Kluwer 1998, p. 11 en p. 169; N.E.D. Faber, *Verrekening*, Deventer: Kluwer 2005, p. 363.

## HOOFDSTUK 10

### DEELVRAGEN: SAMENVATTINGEN EN DEELCONCLUSIES

#### 10.1 Inleiding

In dit boek heb ik vanuit juridisch perspectief enkele waarderingsvragen onderzocht die een rol spelen bij ondernemingsrechtelijke procedures (in het bijzonder de blokkeringsregeling) en bij financiële herstructureringen van vennootschappen en de daarmee verbonden ondernemingen (in het bijzonder bij het pre-insolventieakkoord). Hiervoor heb ik de volgende onderzoeksvraag gehanteerd:

*Welke waarderingsvragen doen zich vanuit juridisch perspectief voor bij ondernemingsrechtelijke procedures en financiële herstructureringen?*

Omdat deze onderzoeksvraag niet uitputtend kan worden beantwoord, heb ik ervoor gekozen vijf deelvragen te behandelen die zich voordoen in de juridische ondernemingsrecht- of insolventierechtpraktijk of die actueel zijn als gevolg van binnen het insolventierecht gepresenteerde wetsvoorstellen. De waardebepaling bij ondernemingsrechtelijke procedures ziet met name op waardebepaling in de ondernemingsrechtpraktijk en houdt niet altijd direct verband met een financiële herstructurering. De gepresenteerde wetsvoorstellen zien voornamelijk op de zogenoemde dwangakkoorden buiten faillissement. Kortom, in dit boek zijn (slechts) enkele waarderingsvragen behandeld die een rol spelen rondom waardering, in het bijzonder in de ondernemings- en insolventierechtpraktijk.

De vijf deelvragen zijn:

1. Wat zijn de waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en op welke wijze gaan waarderingsdeskundigen daarmee om?
2. Welke waarderingsvragen spelen een rol bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de toets voor de *cram down*?
3. Welke rol speelt optiewaarde bij een pre-insolventieakkoord?

4. Is *credit bidding* naar Nederlands recht mogelijk en wat is daarbij de functie van waardering?
5. Welke waardemaatstaven spelen een rol bij ondernemingsrechtelijke procedures en is het mogelijk een waarderingskader te formuleren voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures?

Hieronder worden aan de hand van de deelvragen de voornaamste conclusies weergegeven.

## 10.2 Deelvraag 1: toelichting en conclusies

Deelvraag 1 luidde als volgt:

*Deelvraag 1: wat zijn de waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en op welke wijze gaan waarderingsdeskundigen daarmee om?*

Bij een waardering voor de blokkeringsregeling heb ik onderscheid gemaakt tussen de volgende waarderingsdilemma's: de te hanteren waardemaatstaf, de te hanteren waarderingsmethode, de eventuele toepassing van discounts, het waarderingsproces en de uiteindelijke prijsvaststelling.<sup>1</sup> Voor de benadering van een aantal waarderingsdilemma's lijkt onder de waarderingsdeskundigen wel consensus te bestaan, namelijk bij de waardemaatstaf en de waarderingsmethode. Onderwerpen waarover géén consensus bestaat zijn de rol van een bieding van een derde, het proces van hoor en wederhoor, de prijsvaststelling, de voor- en nadelen van een prijsbepalingsregeling en de vraag of een korting, en zo ja hoe hoog, voor gebrek aan zeggenschap bij minderheidsbelang moet worden toegepast. Ik vat het antwoord op deze deelvraag hierna samen en vermeld, bij de dilemma's waarbij geen consensus bestaat, welke opvatting mijn voorkeur heeft.

### *Waardemaatstaf*

Het uitgevoerde empirische onderzoek toont aan dat in 81% van de antwoorden werd gekozen voor de waarde van de aandelen in de "as is"-situatie (onder een going concern stand-alone gedachte). 0% koos voor de value in use voor de andere, overnemende aandeelhouder (met inbegrip

---

1 Omdat de waarderingsdeskundige de opdracht krijgt om zijn waardering op een bepaald moment uit te voeren is er geen sprake van een dilemma omtrent de waarderingsdatum, de zogenoemde peildatum.



van de mogelijke beleidswijzigingen die hij vervolgens kan doorvoeren) en 19% koos voor de waarde die een derde aan het aandelenpakket zou kunnen toekennen.

#### Waarderingsmethode

De meest gebruikte waarderingsmethoden zijn de enterprise DCF-methode en de multiple analyse.

Methode	Nooit	Soms	Meestal	Altijd	Totaal
DCF o.g.v. WACC	11%	28%	28%	33%	100%
DCF o.g.v. APV	5%	15%	40%	40%	100%
Multiples	11%	47%	21%	21%	100%
Rentabiliteitswaarde	44%	33%	17%	6%	100%
Intrinsieke waarde	71%	29%	0%	0%	100%

#### Kortingen en premies

Bij dit onderdeel is een onderscheid gemaakt tussen het type korting (een minderheids- of illiquiditeitskorting) en de omvang van het aandelenpakket (50% en 25%). Het gebrek aan zeggenschap leidt volgens 52% van de deskundigen wel tot een minderheidskorting bij de waardering van een aandelenbelang van 25%. Over een korting voor de incurantheid van het aandelenpakket in een B.V., of het nu gaat om een 25%- of een 50%-aandelenpakket, stelt het overgrote deel van de deskundigen dat een korting niet op haar plaats is.

In de literatuur en rechtspraak overheerst de gedachte dat bij de geschillenregeling te allen tijde hetzelfde moet worden gewaardeerd als bij een blokkeringsregeling en *vice versa*. Ik heb in paragraaf 4.3.4 aan de hand van een aantal voorbeelden weergegeven dat ik meen dat dit uitgangspunt moet worden genuanceerd en dat in beginsel de omstandigheden van het geval doorslaggevend zijn. Ik heb weergegeven dat dit ertoe kan leiden dat in het kader van de blokkeringsregeling ook kortingen of premies kunnen worden gehanteerd. Anderzijds meen ik ook dat als uit de feiten blijkt dat een aandeelhouder zich zodanig gedraagt dat één of meer medeaandeelhouders in hun rechten of belangen worden geschaad, dat het dan – ongeacht de vraag of het een minderheids- of meerderheidspakket betreft – ongewenst is dat de veroorzakende aandeelhouder er in het kader van een geschillenregeling financieel op vooruit gaat (ten opzichte van de situatie van vrijwillige overdracht).

#### *Waarderingsproces*

Bijna alle waarderingsdeskundigen (95%) sluiten de opdrachtbrief (*engagement letter*) met de aandeelhouders (43%) of met de aandeelhouders en de vennootschap gezamenlijk (52%). Daarnaast baseert 90% van de respondenten zich bij de waardering op informatie van zowel de vennootschap als de aandeelhouders. Grote verdeeldheid bestaat daarentegen over het principe hoor en wederhoor. Op de vraag wanneer hoor en wederhoor werd toegepast, waren de volgende antwoorden mogelijk, waarbij tussen haken staat weergegeven hoeveel procent van de deskundigen het desbetreffende antwoord koos: (a) ik stel partijen in staat om te reageren op alle informatie die door de wederpartij is aangeleverd (35%); (b) op het moment dat ik deelanalyses heb uitgevoerd (bijvoorbeeld de analyse van historische resultaten, prognoses, disconteringsvoet) (13%); (c) pas op het moment dat ik een indicatieve waarderingsrange heb vastgesteld, stel ik partijen in de gelegenheid daarop te reageren (9%); (d) bij het opstellen van het conceptrapport (26%); en (e) anders (17%).

De precieze wijze van de totstandkoming van het waarderingsrapport en de manier waarop de betrokken partijen daarin een rol spelen, zal denk ik voornamelijk afhangen van de betreffende opdracht en de omstandigheden van het geval. Het is dan ook noodzakelijk dat de procedure van totstandkoming van het waarderingsrapport door de deskundige van te voren met de relevante partijen wordt afgestemd, zodat over het proces geen misverstanden bestaan.

Het finale concept van het waarderingsrapport dient uiteraard met alle betrokkenen te worden gedeeld, zodat zij in de gelegenheid kunnen worden gebracht om hun commentaar op het concept te formuleren. Maar ten aanzien van de verschillende visies op verschillende deelvragen is het naar mijn idee niet noodzakelijk dat altijd hoor en wederhoor plaatsvindt. Als de waarderingsdeskundige na ontvangst van de visie van bijvoorbeeld een bestuurder, inschat dat ook de input van de aandeelhouder nodig is, dan kan hij vervolgens tot wederhoor overgaan. Het kan echter ook zo zijn dat de deskundige informatie vraagt aan de ene partij, terwijl de ander daar niet van op de hoogte is. Dit hoeft niet perse het beginsel van 'hoor en wederhoor' te schaden. Het altijd in staat stellen van partijen om te reageren op alle uitgewisselde informatie lijkt mij weinig efficiënt.

### *Prijsvaststelling*

Over de prijsvaststelling bestaat onder de waarderingsdeskundigen ook veel verdeeldheid: 25% van de ondervraagde waarderingsdeskundigen kiest simpelweg voor het midden van de berekende waarderingsrange van de verschillende methodes, 35% past een bepaald gewogen gemiddelde toe op grond van de methoden en scenario's die zijn toegepast en 40% stelt de prijs vast op grond van een andere manier.

Door 25% van de deskundigen wordt dus willekeurig het midden van de bandbreedte gekozen. Dit acht ik arbitrair en onjuist. Ik denk dat waarderingsdeskundigen onderbouwd moeten aangeven aan welke methode (en uitkomst) zij in het betreffende geval de meeste waarde hechten. In aanvulling daarop kunnen zij weergegeven welke methode zij als correctie of controlemiddel hebben gehanteerd. De methoden waaraan zij minder belang hechten, kunnen namelijk wel dienen om hun (onderbouwde) oordeel te staven.

Hiernaast vind ik het opmerkelijk dat, ondanks dat de blokkeringsregeling voorschrijft dat de deskundigen de prijs (gelijk aan de waarde) dienen vast te stellen, veel deskundigen het nalaten de *prijsvaststelling* uit te voeren. In plaats daarvan presenteren de deskundigen een waarderingsrange en laten de prijsvaststelling vervolgens over aan de opdrachtgevers zelf, zo luidde veelal de toelichting op deze vraag. Dit acht ik niet conform de wet en ik vind dan ook dat waarderingsdeskundigen stelling moeten nemen ten aanzien van de prijs. Als zij daarvoor bepaalde veronderstellingen moeten maken of het rapport anderszins moeten onderbouwen dan is daar mijns inziens ook ruimte voor. In elk geval dient te worden voorkomen dat partijen, nadat zij een deskundige de opdracht hebben gegeven om een antwoord te formuleren op een vraag waar zij zelf niet uitkomen, alsnog met elkaar in discussie moeten over de betekenis en de uitkomst van het waarderingsrapport. Voor advocaten is een belangrijke rol weggelegd bij de ondersteuning van het formuleren van de opdracht(brief).

Door in plaats van een blokkeringsregeling een statutaire prijsbepalingsregel mogelijk te maken, wenste de wetgever tegemoet te komen aan de kritiek op de starre blokkeringsregeling. In de kern bestond de kritiek op de blokkeringsregeling eruit dat het handhaven van de procedure dat een aandeelhouder steeds een door een deskundige vastgestelde prijs moet kunnen verlangen, niet voldoet aan de behoefte om flexibele afspraken te maken over een prijsbepaling. Die flexibiliteit is er met de Flex-BV gekomen: ook statutaire prijsbepalingsregels zijn nu mogelijk. Desondanks stellen de

waarderingsdeskundigen dat de omstandigheden van het geval onvoldoende kunnen worden gereguleerd in een statutaire (maar ook contractuele) prijsbepalingsregel. Als partijen een statutaire (of contractuele) prijsbepalingsregel wensen op te nemen wordt met het oog op de weergegeven waarderingsdilemma's aangeraden een waarderingsdeskundige in te schakelen.

De keerzijde van het inschakelen van waarderingsdeskundigen is dat over bepaalde waarderingsdilemma's weinig consensus bestaat tussen de waarderingsdeskundigen. De keuze van de betreffende adviseur kan dus van invloed zijn op de verwerking van het waarderingsdilemma. Wel kan door raadpleging van deskundigen over bepaalde waarderingsdilemma's op voorhand een knoop worden doorgehakt. Hiermee wordt de kans op debat over de prijsbepalingsregel verkleind. De toepassing (en uitleg) komt immers vaak pas vele jaren later aan de orde en dan kan de market practice van waarderingsdeskundigen ook gewijzigd zijn.

### 10.3 Deelvraag 2: toelichting en conclusies

Deelvraag 2 luidde als volgt:

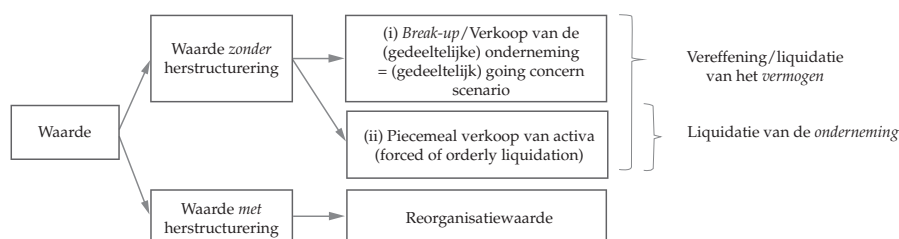
*Deelvraag 2: welke waarderingsvragen spelen een rol bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de toets voor de cram down?*

In hoofdstuk 5 is weergegeven dat het effect van een financiële herstructurering op de totale ondernemingswaarde kan worden gemeten aan de hand van twee waarderungen: (1) de waarde in de situatie zonder financiële herstructurering en (2) de waarde in de situatie nadat de financiële herstructurering heeft plaatsgevonden: de reorganisatiewaarde. Een financiële herstructurering leidt tot een gewijzigde vermogensstructuur en daarmee tot een aangepaste verdeling van de aanspraak op de ondernemingswaarde. Vanwege een verbeterd toekomstperspectief van de onderneming en een verlaagde vermogenskostenvoet, leidt een financiële herstructurering ook tot een hogere ondernemingswaarde. Deze hogere ondernemingswaarde, gebaseerd op een *business case* van de geherstructureerde vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, noem ik de reorganisatiewaarde.<sup>2</sup>

---

2 Zoals weergegeven in § 3.4 wordt de reorganisatiewaarde vanuit juridisch perspectief ook aangemerkt als de waarde die is te realiseren met een gecontroleerde liquidatie buiten faillissement.

De werkwijze voor het schatten van de waarde zonder financiële herstructurering is minder eenduidig in te kaderen. Die waarde is afhankelijk van het toekomstperspectief van de betreffende onderneming en de omstandigheden van het geval. Voor het bepalen van de totale ondernemingswaarde zonder herstructurering (waarde (1)) heb ik het onderscheid gemaakt tussen de volgende scenario's: (i) een verkoop of break-up waarbij verschillende onderdelen of *business units* going concern worden verkocht, of (ii) een piecemeal verkoop van afzonderlijke activa na beëindiging van de onderneming(en), te weten de liquidatie van de onderneming (geen going concern scenario).<sup>3</sup> Niets doen leidt tot faillissement (waarin het vermogen van de rechtspersoon vereffend wordt), zo is de gedachte. Deze opvatting is slechts juist als vaststaat (of op verzoek kan worden vastgesteld) dat de vennootschap op insolventie afstevent, oftewel dat de financiële noodzaak bestaat om over te gaan tot een financiële herstructurering. Dit heb ik samengevat in figuur 6:



Figuur 6 Bepalen van de waarde in scenario's zonder en met herstructurering

Met de waarderingen (1) en (2) wordt nog niet inzichtelijk wat de gevolgen zijn voor een individuele vermogensverschaffer(s). Hiervoor moet de opbrengst voor de vermogensverschaffers mét en zonder financiële herstructurering worden vergeleken. Voor de vraag naar de waarde van de vermogenstitels die onder het akkoord worden aangeboden is ook een waardering vereist. Als aan een schuldeiser op grond van het akkoord nieuw schuld papier wordt toegekend, moet immers worden vastgesteld wat de waarde van dat betreffende schuld papier is.

3 In § 3.3 is uiteengezet dat waarderingsdeskundigen onder de liquidatiewaarde slechts de opbrengst bij een piecemeal verkoop verstaan. Juristen achten de liquidatiewaarde daarentegen de hoogste waarde bij vereffening van het (ondernemings)vermogen.

Aan de hand van deze analyse heb ik onderzocht welke rol waardering in Chapter 11, de Scheme, het WCO II-voorstel, de Concept Restructuring Directive en het WHOA-voorstel speelt. Waardering speelt daarin een belangrijke rol voor de belangenbescherming van vermogensverschaffers. De manier waarop die bescherming wettelijk is ingekaderd, verschilt in de betreffende stelsels. Om te beoordelen of het pre-insolventieakkoord in het belang is van de vermogensverschaffer moet een waarderingsanalyse worden uitgevoerd. Vervolgens is het aan de rechter om aan de hand van het in de betreffende jurisdictie geldende wettelijke stelsel en normenkader te toetsen of het pre-insolventieakkoord al dan niet daarmee in strijd is.

Voor de positie van individuele tegenstemmende vermogensverschaffers (in een bij meerderheid voorstemmende klasse vermogensverschaffers) is de opbrengst zonder financiële herstructurering van doorslaggevend belang. Als in het rechtstelsel een noodzaakcriterium geldt (en de financiële status van de vennootschap kan worden getoetst) dan is de waarde bij vereffening van het vermogen van de rechtspersoon in faillissement relevant voor de vermogensvergelijking. Als die noodzaak niet wordt vastgesteld of kan worden getoetst, is de kans op onteigening zonder adequate compensatie aanwezig. Zonder financiële noodzaak moet het akkoord niet aan een tegenstemmende individuele vermogensverschaffer worden opgelegd op grond van vaststelling dat het akkoord meer oplevert dan de waarde bij vereffening van het vermogen van de rechtspersoon in faillissement. Zoals weergegeven gaan de meeste stelsels wel uit van die financiële noodzaak en kan voor het scenario zonder financiële herstructurering worden uitgegaan van de opbrengst bij vereffening van het vermogen van de rechtspersoon in faillissement.

Voor bescherming van een klasse tegenstemmende vermogensverschaffers moet de lat echter hoger liggen en de vermogensvergelijking gebaseerd zijn op de reorganisatiewaarde: de ondernemingswaarde gebaseerd op een *business case* van de geherstructureerde vennootschap en de daarmee verbonden onderneming(en). Als de meerderheid van een klasse niet heeft ingestemd met een bepaald pre-insolventieakkoord dient vast te staan dat iedereen conform rang zijn deel van de reorganisatiewaarde krijgt. De reorganisatiewaarde is daarbij het uitgangspunt voor (onder andere) de vraag of een klasse met een hogere rang meer waarde ontvangt dan het nominale bedrag van de vordering van die klasse.

In tegenstelling tot het WCO II-voorstel, bevat het WHOA-voorstel (in artikel 381 lid 4 WHOA-voorstel) homologatievoorwaarden die ertoe strekken dat tegenstemmende klassen vermogensverschaffers onder het pre-insolventieakkoord overeenkomstig hun rang aanspraak maken op de met het akkoord gerealiseerde waarde: de reorganisatiewaarde. Afgezien van de formulering van deze voorwaarden is het WHOA-voorstel daarmee evenwichtiger vormgegeven dan het WCO II-voorstel en biedt het de tegen een dwangakkoord stemmende vermogensverschaffers meer rechtsbescherming.

#### **10.4 Deelvraag 3: toelichting en conclusies**

Deelvraag 3 luidde als volgt:

*Deelvraag 3: welke rol speelt optiewaarde bij een pre-insolventieakkoord?*

Voor de beantwoording van deze deelvraag ben ik ingegaan op het ABI-rapport uit 2014. Het ABI-rapport gaat onder andere uit van de gedachte dat het onredelijk is om bij een dwangakkoord de belangen van een vermogensverschaffer vast te stellen en te wijzigen op grond van een momentopname. Het ABI-rapport houdt er namelijk rekening mee dat de waardering op het moment van herstructureren te laag kan zijn, althans dat elke vermogenstitel een optiewaarde (de kans op een waardestijging) vertegenwoordigt die niet in de waardering (en de daarop gebaseerde herstructurering) tot uiting komt. Op het moment dat de economie zich na een akkoord herstelt, komt de nieuwe aandeelhouder – de voormalige klasse(n) in the money (veelal gesecureerde) crediteuren – de waardestijging van de onderneming toe. Voor zover deze waarde boven het nominale bedrag van de voormalige vorderingen uitstijgt, is het akkoord *de facto* in strijd met de Amerikaanse absolute priority rule.<sup>4</sup> Om deze onbalans te corrigeren beveelt ABI de “redemption option value” aan.

Het ABI heeft voorgesteld om de klasse vermogensverschaffers die op grond van de reorganisatiewaarde net out of the money is, een gedeelte van de optiewaarde toe te kennen. Het gaat hier niet om alle vermogensverschaffers, maar slechts om de klasse vermogensverschaffers die bij een

---

4 Hier kan tegenin worden gebracht dat dit terecht is omdat zij ook het risico nemen om de onderneming te continueren.

hogere waardering als eerstvolgende ook aanspraak zou hebben op de betreffende waarde. Chapter 11 van de U.S. Bankruptcy Code zou volgens het ABI zo moeten worden gewijzigd dat de rechter het akkoord kan goedkeuren als aan deze tegenstemmende (net out of the money zijnde) klasse een gedeelte van de mogelijke waardestijging van de onderneming wordt toegekend. Dit economisch belang moet volgens het ABI gebaseerd worden op de (theoretische berekening van de) redemption option value. Dit betreft de optiewaarde om de onderneming tegen de nominale waarde van de vorderingen van de in the money crediteuren te kopen. Deze optie vertegenwoordigt (in theorie) waarde voor het geval dat de onderneming meer waard wordt dan de nominale waarde van de vorderingen van de in the money crediteuren.

Over de werking en implementatie van de redemption option value bestaat nog veel onduidelijkheid. Volgens het ABI leidt het beginsel tot een efficiënter en redelijker herstructureringsproces. Vanuit waarderingsperspectief zijn bij dit beginsel echter de nodige vraagtekens te plaatsen. De vraag is namelijk gerechtvaardigd of de onderneming voor een akkoord altijd op het laagste moment in de cyclus wordt gewaardeerd en of bij de waardering niet reeds rekening wordt gehouden met de cycliciteit. Nog lastiger is de vraag hoe de rechter dit moet inschatten. Hieraan lijkt in het ABI-rapport voorbij te worden gegaan; de redemption option value dient volgens het ABI-rapport ten aanzien van de relevante tegenstemmende klasse te allen tijde te worden toegewezen (maar kan zoals weergegeven wel nihil zijn). De aan de rechter gepresenteerde waarderungen kunnen echter wel degelijk rekening houden met de mate waarin de onderneming “cyclisch” is, hetgeen in de praktijk in Chapter 11 ook voorkomt. Ik heb weergegeven dat bij het waarderen van cyclische ondernemingen allerlei financiële parameters genormaliseerd worden. Dit is nodig omdat een waardering op grond van een prognose van de verwachte toekomstige kasstromen op de piek van een cyclus tot een hogere waardering zal leiden dan een prognose met als uitgangspunt een jaar in het dal van de cyclus.

Ook al wordt voor de waardering wel rekening gehouden met cycliciteit, dan is het voorts onzeker of het patroon van de historische cyclus zich op dezelfde trend (door)ontwikkelt in de toekomst. Dit is met name relevant bij de vrije kasstroom die wordt geprognosticeerd voor het berekenen van de continuïteitswaarde (*continuing value*). Voor dit probleem zou echter



met verschillende scenario's kunnen worden gewerkt, waaraan verschillende kansen kunnen worden toegekend. Een ander probleem kan zijn dat het ondernemingen betreft die relatief kort bestaan en geen duidelijke historische cycli hebben meegemaakt. Over de (juiste) wijze van het waarderen van een cyclische onderneming kan dus ook weer uitvoerig worden gedebatteerd. Zoals weergegeven probeert het ABI deze discussie te voorkomen doordat de rechter het plan ook kan aannemen indien de immediately junior class weliswaar tegenstemt (en dus niet akkoord is met de gepresenteerde reorganization value), maar deze klasse op grond van het plan wel de redemption option value toekomt en de in het plan gehanteerde waardering van de onderneming niet in bad faith is voorgesteld. Tot slot kan de vraag gesteld worden of op grond van het Black & Scholes model (en niet op grond van een ander optiemodel) aan de immediately junior class waarde dient te worden toegekend.

Kortom, er zijn vanuit waarderingsperspectief de nodige vraagtekens te plaatsen bij een redemption option value. Het herstructureringsproces lijkt er ingewikkelder op te worden en dat maakt het homologatieproces voor een rechter ook complexer. Dit zal de gewenste snelheid waarschijnlijk niet ten goede komen. Ook kunnen marktpartijen speculatieve posities gaan innemen op grond van de mogelijke toekenning van een redemption option value. Dat is niet wat het ABI voor ogen heeft en wellicht schiet het daarom zijn doel voorbij. Ik ben daarom vooralsnog geen voorstander van een redemption option value en meen dat de berekeningen van de huidige voor het pre-insolventieakkoord benodigde waarderungen reeds complex genoeg zijn. Met name vind ik daarbij de vraag interessant in welke mate de mate van distress wordt meegenomen in de reorganisatiewaarde. Dit komt neer op de afweging in welke mate de toekomst (de reorganisatiewaarde) nog door het verleden wordt beïnvloed. Een waardering van een onderneming in financiële moeilijkheden zal (logischerwijs) rekening houden met de mate van financiële moeilijkheden. Hiervoor kan onder andere gebruik worden gemaakt van de distress premium (zie paragraaf 3.4). Bij een reorganisatiewaarde dient naar de toekomst, naar de business case ná doorvoering van de financiële herstructurering, te worden gekeken. Maar hoe reëel is het om er vanuit te gaan dat bijvoorbeeld een merknaam vrij is van het (mogelijk) negatieve imago dat eraan hangt? De zweem

van financiële moeilijkheden kan om de onderneming blijven hangen, terwijl dit (zeker) niet altijd het geval hoeft te zijn – met name niet bij ondernemingen waarbij het probleem slechts de hoge mate van leverage is.

Desondanks is het ABI met de aanbeveling van de redemption option value in ieder geval vooruitstrevend en biedt het een extra perspectief hoe tegen de verdeling van een mogelijke waardestijging van een geherstructureerde onderneming aan te kijken. Het WCO II-voorstel, het INSOLAD-voorstel en het WHOA-voorstel doen geen suggestie voor een soortgelijk mechanisme. Het WCO II-voorstel bevat ook geen absolute priority rule. Ondanks dat INSOLAD stelt dat het wel de absolute priority rule introduceert ten aanzien van het voorgestelde surseanceakkoord, is weergegeven dat dit slechts een beperkte variant is van de Amerikaanse absolute priority rule. Bij de modernisering van de Nederlandse reorganisatiewetgeving lijkt de verdeling van een mogelijke waardestijging van een gereorganiseerde onderneming tot op heden onderbelicht gebleven, maar ik heb daar geen grote bezwaren tegen.

Zoals hierbij weergegeven kan in een waardering rekening worden gehouden met de cycliciteit van een markt. Daarnaast zal de waardering rekening houden met een bepaalde business case en (mogelijk) stijgende verwachte kasstromen. Mocht blijken dat de waarde van de onderneming op een later moment hoger is dan de uitgevoerde waardering ten behoeve van het akkoord, dan geldt slechts dat er achteraf gezien sprake is geweest van onderwaardering op het moment van doorvoering van het akkoord, althans dat de (redelijke) aannames vanwege interne of externe factoren niet volledig zijn uitgekomen. Vanwege het subjectieve en arbitraire karakter van een waardering is de kans op onder- en overwaardering er altijd, maar ik zie geen reden om het risico van onderwaardering toe te rekenen aan de continuerende vermogensverschaffers die – op hun beurt – risico lopen met de continuerende financiering, ook al maken zij ook kans op de waardestijging.

## 10.5 Deelvraag 4: toelichting en conclusies

Deelvraag 4 luidde als volgt:

*Deelvraag 4: is credit bidding naar Nederlands recht mogelijk en wat is daarbij de functie van waardering?*

Voor deze deelvraag heb ik een investeringsstrategie van distressed debt investors in de Verenigde Staten onderzocht, namelijk de loan-to-own strategie. Bij deze strategie wordt een gesecureerde vordering gekocht, waarna in een Chapter 11 procedure (i) de vermogensstructuur zo wordt gewijzigd dat de betreffende schuld wordt omgezet in aandelenkapitaal, of (ii) de zekerheidsgerechtigde meebiedt op het onderpand met als doel om het onderpand zelf te kopen.

In het Amerikaanse rechtssysteem kan bij variant (ii) gebruik worden gemaakt van credit bidding. Dit houdt in dat de zekerheidsgerechtigde zelf meebiedt op het te verkopen goed en de koopprijs verrekent met de uitstaande schuld van de leningnemer aan de leninggever. Credit bidding kan voor een investeerder gunstig zijn: nadat de koopprijs voor de gesecureerde vordering in een eerder stadium is voldaan, is bij de executie in beginsel geen additionele liquiditeit vereist.<sup>5</sup> Een kasrondje wordt voorkomen. Hoe groter het verschil tussen de aankoopprijs van de nominale vordering en de waarde van het uitgewonnen goed, hoe lucratiever de deal.

De mate van succes (lees: de hoogte van het rendement) van credit bidding hangt mede af van de ernst van de financiële moeilijkheden. Weliswaar kan het bovengenoemde executietraject theoretisch op elke moment plaatsvinden, het is waarschijnlijker dat verzuim optreedt (en deze strategie succesvol kan worden uitgevoerd) als de schuldenaar in financieel zwaar weer verkeert en financiële herstructureringen worden overwogen. Als het zekerheidsrecht bestaat uit pandrechten op aandelen of de vermogensbestanddelen van de schuldenaar die gezamenlijk de onderneming inhouden, zullen de betrokken investeerders grondig onderzoek doen naar de waardering van de onderneming.

---

5 Verrekening is slechts mogelijk tot het bedrag van de vordering.

Voor onderhandse pandexecutie schrijft de wet niet expliciet voor dat de koopprijs aan een bepaalde tussenpartij (bijvoorbeeld een notaris of deurwaarder) moet worden betaald. De pandhouder kan buiten een eventuele rangregeling blijven. De pandhouder moet echter wel verantwoording van het gestorte bedrag afleggen, waarna binnen de in artikel 484 Rv bedoelde termijn geen tegenspraak ter zake van het door de pandhouder afgehouden bedrag moet worden gedaan (artikel 490b lid 3 Rv) (lees: het bedrag moet niet betwist worden). Als de gecureerde vordering hoger is dan de koopprijs en niet wordt betwist (ex artikel 3:253 BW jo. artikel 490b Rv), dan lijkt mij uit hoofde van genoemde artikelen geen (tijdelijke) betaling van geld door de pandhouder nodig te zijn. Op wettelijke gronden heeft de pandhouder als koper – na de voldoening van de executiekosten – dus geen liquide middelen nodig om bij een onderhandse verkoop de koopprijs te voldoen.<sup>6</sup> Om deze reden is er onder Nederlands recht bij pandexecutie in beginsel de mogelijkheid tot credit bidding.

Wat betreft de executie van hypotheekrechten is credit bidding naar de letter van de wet niet toegestaan. Op grond van een ruime uitleg van artikel 3:270 BW lijkt toepassing echter niet ondenkbaar, zoals ook in lagere rechtspraak is gebleken.<sup>7</sup>

## 10.6 Deelvraag 5: toelichting en conclusies

Deelvraag 5 luidde als volgt:

*Deelvraag 5: welke waardemaatstaven spelen een rol bij ondernemingsrechtelijke procedures en is het mogelijk een waarderingskader te formuleren voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures?*

Waar het bij deelvraag 1 slechts ging om de verkoop van aandelen door één van de aandeelhouders en mogelijke waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen bij de blokkeringsregeling, zijn bij deze deelvraag de

---

6 De vraag of credit bidding al dan niet in strijd zou kunnen zijn met bijvoorbeeld de redelijkheid en billijkheid die de pandhouder in acht zou moeten nemen jegens andere schuldeisers, of dat bijvoorbeeld sprake kan zijn van ongerechtvaardigde verrijking, heb ik niet onderzocht.

7 R.o. 3.8, Rb. Amsterdam 27 november 2012, ECLI:NL:RBAMS: 2012:BY4260. Zie ook: G.Á.C. Orbán en R.J. de Weijs, 'Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar Amerikaans en Nederlands recht', *Tvl* 2016/15, voetnoot 33 en § 6 (p. 117).

verschillende waardemaatstaven tussen verschillende relevante rechtsmiddelen vergeleken bij ondernemingsrechtelijke procedures. Waardering van (aandelen en) ondernemingen speelt naast de blokkeringsregeling namelijk ook een rol bij andere ondernemingsrechtelijke procedures, zoals de geschillenregeling of de uitkoopprocedure, maar ook bij de Interventiewet of bij een afsplitsing. Om tot een waardering te komen, worden bij die procedures vaak waarderingsopdrachten verstrekt aan waarderingsdeskundigen. In de wet, rechtspraak, literatuur en waarderingsrapporten worden uiteenlopende definities voor waarde gehanteerd. Ik vat dit hieronder kort samen.

#### *Geschillenregeling en uitkoopprocedure*

In de rechtspraak wordt bij de geschillenregeling en (wat betreft courante aandelen bij) de uitkoopprocedure uitgegaan van de waarde in het economische verkeer: *“De prijs die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding”*.<sup>8</sup> Bij niet-courante aandelen gaat het bij de uitkoopprocedure om *“de waarde van de met de vennootschap verbonden ondernemingen”*.<sup>9</sup>

#### *Blokkeringsregeling*

Wat betreft de blokkeringsregeling wordt bij afwezigheid van prijsbepalingsregels voor de waardering uitgegaan van de *“werkelijke waarde”*,<sup>10</sup> zonder dat inzichtelijk wordt gemaakt wat daarmee wordt bedoeld.

---

8 Zie bijv.: Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 juli 2008, *JOR* 2008/197 (Euronext) inzake de uitkoopprocedure en Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, *JOR* 2010/96 (Hooymans) inzake de geschillenregeling. Dit begrip komt voort uit de fiscale rechtspraak. Zie: HR 5 februari 1969, nr. 16 047, *BNB* 1969/63; HR 31 mei 1995, nr. 29 224, *BNB* 1995/228; G.T.K. Meussen, *Bedrijfswaarde* (diss.), Deventer: Kluwer 1997, p. 29.

9 Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 april 1991, *NJ* 1991/620 ('t Steenbezit).

10 Asser/Maeijer, *Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\** 2009/291; P.P. de Vries, 'Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht', *Ondernemingsrecht* 2012/19, § 2 en 6.

#### *Interventiewet*

In de Interventiewet gaat het bij de schadeloosstelling ook om de werkelijke waarde,<sup>11</sup> maar dan uitgelegd als de prijs die, gegeven het betreffende toekomstperspectief, op het tijdstip van onteigening tot stand zou zijn gekomen *“bij een veronderstelde vrije koop in het economische verkeer tussen de onteigende als redelijk handelende verkoper en de onteigenaar als redelijk handelende koper”*.<sup>12</sup>

#### *Afsplitsing*

Voor de berekening van het aansprakelijkheidsplafond bij een afsplitsing in artikel 2:334t lid 3 BW wordt uitgegaan van *“de waarde van het vermogen”*. Dit geldt ook bij afsplitsing van aandelen in dochtervennootschappen. Volgens de Ondernemingskamer gaat het daarbij om de *“objectieve waarde”*.<sup>13</sup> In de literatuur is gesteld dat, vanuit het oogpunt van crediteurenbescherming, moet worden gekeken naar de *“werkelijke (economische) waarde”* van activa op het moment van splitsing.

De verschillende omschrijvingen van de waarde dragen niet bij aan een transparant theoretisch kader. Ook het feit dat het waarderingsvraagstuk in grote mate een informatie- en schattingsvraagstuk is, leidt ertoe dat waardering vanuit juridisch perspectief vaak een arbitrair onderwerp is. Waarderingsliteratuur laat zien dat verschillende situaties leiden tot andere benaderingen van de waardering. Zoals weergegeven in hoofdstuk 3, is de uitkomst van een waardering weinig zinvol als niet wordt geanalyseerd binnen welke context de waardering plaatsvindt.

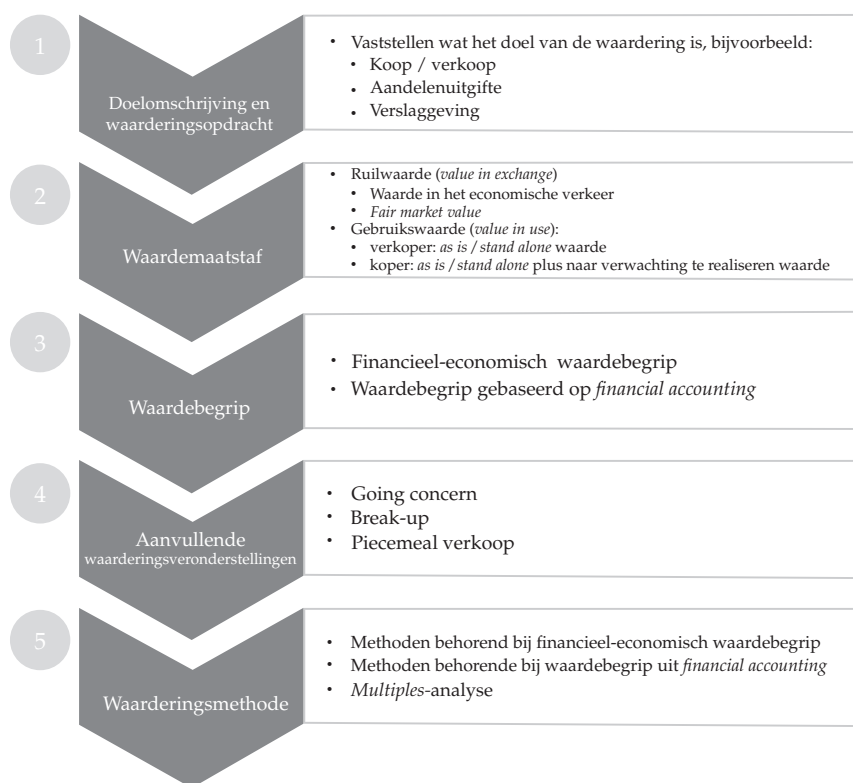
Ik heb het algemene waarderingskader uit hoofdstuk 3.2 (voor het gemak hieronder opgenomen) gehanteerd om te kijken op welke onderdelen het voor ondernemingsrechtelijke procedures kan worden gebruikt.

---

11 Artikel 6:8 lid 2 Wft. Vgl. artikel 40b lid 2 Onteigeningswet.

12 Artikel 6:9 lid 1 Wft.

13 R.o. 3.7, Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 18 november 1999, JOR 1999/254 (Troll group/SEP).



Het doel van de waardering is bij veel ondernemingsrechtelijke procedures een gegeven. Die eerste vraag behoeft dus geen uitgebreide analyse en kan eenvoudig worden vastgesteld aan het begin van het waarderingsrapport. Voor het overige blijven de stappen hetzelfde.

*Ad 2: bepalen van de waardemaatstaf: value in exchange of value in use*

Stand alone value houdt in dat de activiteiten van de onderneming worden gecontinueerd en waarbij de waarde wordt berekend op basis van de verwachte ontwikkelingen en kasstromen van de onderneming als zelfstandige organisatie.<sup>14</sup> Bij een transactie is de value in use voor de koper opgebouwd uit de stand alone value vermeerderd met de waarde die de

14 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 38-39; W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 9, p. 162-163.

betreffende koper met de onderneming denkt te kunnen realiseren. Deze waardevermeerdering kan bijvoorbeeld gelegen zijn in het benutten van groeimogelijkheden, het verbeteren van de operationele activiteiten van de onderneming, het gebruik maken van de schaalgrootte en/of het door een overname te creëren competitief voordeel.<sup>15</sup>

Value in exchange gaat uit van een transactie waarbij een analyse van de mogelijke kopers, de waarschijnlijkheid dat deze partijen gaan kopen, de value in use voor deze mogelijke kopers en de schatting van het onderhandelingsresultaat wordt gemaakt. Bij deze schatting kan het onderscheid worden gemaakt tussen de fair (market) value (“willing buyer”) en de waarde in het economische verkeer (meestbiedende gegadigde). Als marktprijzen op een goed functionerende markt beschikbaar zijn, is het aannemelijk dat de waarderingsdeskundigen deze informatie een rol laten spelen bij hun waardering.

*Ad 3: bepalen van een waardebegrip: het financieel-economisch waardebegrip (de economische waarde) of het boekhoudkundig waardebegrip.*

Deze keuze moet binnen elk waarderingsperspectief worden gemaakt.

*Ad 4: Bepalen van aanvullende waarderingsveronderstellingen*

In paragraaf 3.2.4 is uiteengezet dat de overige of aanvullende veronderstellingen neerkomen op de volgende scenario's:

- (i) continuïteit van de onderneming (*going concern*);
- (ii) *break-up* (gedeeltelijke verkoop van delen van een onderneming); of
- (iii) discontinuïteit van de onderneming (verkoop van het actief, na ontmanteling, op zogenoemde *piecemeal* basis).

Deze overige waarderingsveronderstellingen zijn minder relevant bij de waardering voor de blokkeringsregeling, de uitkoopprocedure of de geschillenregeling. Vaak is het uitgangspunt van continuïteit van de onderneming dan een gegeven.

Bij ondernemingsrechtelijke procedures zien de aanvullende waarderingsveronderstellingen meer op overige factoren die van belang kunnen zijn. Hierbij kan gedacht worden aan de vraag of bepaalde premies of kortingen

---

15 S. Sudarsanam, *Creating value from merger and acquisitions*, Pearson Education Ltd. 2010, 2<sup>nd</sup> ed., Ch. 14.



moeten worden meegenomen in de waardering, of rekening moet worden gehouden met contractuele of statutaire aanwijzingen, de peildatum enzovoort. In dit verband is een belangrijke instructierol weggelegd voor de rechter. Die rol ziet naar mijn idee op het (al dan niet in samenspraak met partijen) vaststellen van de betreffende overige factoren.

*Ad 5: bepalen van een waarderingsmethode(n) die past bij het gekozen waardebegrip.*

De gekozen waarderingsmethode en variabelen vragen om een nauwkeurige onderbouwing en toelichting.



## HOOFDSTUK 11

### SYNTHESE EN SLOTCONCLUSIES

In dit boek heb ik enkele waarderingsvragen onderzocht die een rol spelen bij ondernemingsrechtelijke procedures en financiële herstructureringen van vennootschappen en de daarmee verbonden ondernemingen. In aanvulling op de deelconclusies die in hoofdstuk 10 bij de deelvragen zijn getrokken, breng ik in dit afrondende hoofdstuk mijn bevindingen samen en presenteer ik een aantal slotconclusies.

*Algemeen waarderingskader: afbakening noodzakelijk omdat waardering geen exacte wetenschap is*

Er bestaan verschillende opvattingen of denkbeelden over de definitie of bepaling van de waarde: het waardebegrip.<sup>1</sup> In de micro-economische wetenschap wordt waarde (vaak) omschreven als het nut dat een goed (of dienst) heeft voor de welvaart van het individu.<sup>2</sup> Dit betekent dat er geen objectieve waarde bestaat, hetgeen onderzoek over dit onderwerp geen exacte wetenschap maakt. Er is niet één wiskundig model dat dé waarde berekent. Waarde is afhankelijk van het oordeel van de betrokken subjecten.<sup>3</sup> Dit leidt ertoe dat als de waarde van een onderneming (de *enterprise value*) of de waarde van aandelen (de *equity value*) wordt berekend, een nauwkeurige afbakening van de vraag naar de waarde vereist is om de uitkomst van de waarderingsexercitie te duiden. Gaat het om de waarde voor de (ver)koper of een redelijke of zelfs hoogst mogelijke transactiewaarde? En welke operationele veronderstelling ligt ten grondslag aan de waardering?

Uit de hoofdstukken 4 en 8 volgt dat ook op grond van de wet, de parlementaire geschiedenis, de rechtspraak of de literatuur geen eenduidig begrip van waarde is vast te stellen. In bijvoorbeeld de geschillen- en blokkeringsregeling, de uitkoopprocedure, de Interventiewet en bij een

---

1 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 7.

2 P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 12.

3 W.G.M. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993), p. 11.

afsplitsing, worden verschillende beschrijvingen van waarde gehanteerd, zoals de waarde in het economische verkeer, de reële waarde, de objectieve waarde of de werkelijke waarde.<sup>4</sup> Zonder waarderingscontext of -kader kan weinig invulling aan deze termen worden gegeven en hebben de bijvoeglijke naamwoorden weinig lading. Zonder context kan niet worden vastgesteld hoe “reëel”, “objectief” of “werkelijk” een waarde is.

Zonder nauwkeurige afbakening leidt het waarderingsvraagstuk tot speculatie en daardoor tot rechtsonzekerheid. Anders gezegd, zonder te duiden in welke waarderingscontext de waardering plaatsvindt en wat de relevante veronderstellingen zijn, is de uitkomst weinig zinvol of zelfs waardeloos.<sup>5</sup> Men zal dan blijven roepen “het is waard wat de gek ervoor geeft”. Kortom, hoe concreter de afbakening is, des te meer betekenis aan de uitkomst van de schatting kan worden gegeven. Het is dan namelijk duidelijk welke veronderstellingen ten grondslag liggen aan de uitkomst. Het uiteenzetten van de randvoorwaarden waarbinnen de waardering plaatsvindt, verhoogt ook het acceptatieniveau van betrokkenen.<sup>6</sup> Ik ben er daarom voorstander van om simpelweg “de waarde” tot wettelijk uitgangspunt te nemen om vervolgens de waarderingsexercitie nader in te kaderen. Hiermee bedoel ik dat in de praktijk, met name in de rechtspraak, het relevante waarderingskader dient te worden gevormd.

Als vertrekpunt heb ik in hoofdstuk 3 een begrippen- en waarderingskader geformuleerd. Dit kader omschrijft vragen die de waarderingsdeskundigen zich zouden moeten stellen voordat aan de technische uitvoering van de waardering, de daadwerkelijke berekening, wordt begonnen.

Dit algemene waarderingskader bestaat uit de volgende onderdelen:

1. Doelomschrijving en waarderingsopdracht;
2. Waardestandaard/waardemaatstaf;
3. Waardebegrip;
4. Aanvullende waarderingsveronderstellingen; en
5. Waarderingsmethode.

---

<sup>4</sup> Vgl. art. 40b lid 2 Onteigeningswet.

<sup>5</sup> F. Krens, ‘Waardebepaling van ondernemingen bij fusies of overnames’ in: G.M.F. Snijders e.a., *Overnemen, een hele onderneming*, Deventer: Kluwer 1998, p. 219; S.P. Pratt, *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, New York: McGraw-Hill 2008, p. 41.

<sup>6</sup> P.M. van der Zanden e.a., *Waardering van ondernemingen*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, derde druk, p. 34.

Het uitwerken van deze onderdelen leidt tot een afgebakend(er) uitgangspunt voor een waarderingsdeskundige. Op grond van dit kader kan de waarderingsdeskundige vervolgens met door hem gekozen waarderingsmethoden een waarde, of waarderingsrange, schatten. Dit waarderingskader leidt er dus niet toe dat meningsverschillen over de juiste waarderingsmethode en/of de te hanteren variabelen worden voorkomen. Om de waarderingsdeskundige ook voor de waarderingsmethode meer instructies te geven, kunnen de partijen vooraf overeenstemming bereiken (al dan niet opgelegd door de rechter) over de te hanteren waarderingsmethode en/of de daarbij relevante variabelen.

Uit het bovenstaande volgt dat voor de afbakening van het waarderingskader in ondernemingsrechtelijke procedures (zoals de geschillen- en blokkeringsregeling of de uitkoopprocedure) een belangrijke rol is weggelegd voor de betrokken rechter, ondersteund door waarderingsdeskundigen en het door hen opgestelde waarderingsrapport. De vraag kan worden gesteld of de rechter voor het geven van gerichte instructies de benodigde deskundigheid in huis heeft. Voor zover dit nog niet gebeurt, zou het hierbij behulpzaam zijn als de rechter alvorens de opdracht te geven een concept daarvan aan de deskundige verstrekt, zodat in overleg de definitieve waarderingsopdracht wordt geformuleerd. De deskundige kan inzichtelijk maken wat de keuzes tussen bepaalde variabelen zijn en wat daar het effect van is. In de waarderingsrapporten zal uiteen moeten worden gezet op welke wijze opvolging is gegeven aan de betreffende opdracht.

De waarderingsrapporten zijn niet alleen essentieel voor de betreffende procedure, maar hebben ook een belangrijke functie voor toekomstige gelijksoortige situaties. De waarderingsrapporten bieden inzicht in de manier waarop soortgelijke situaties moeten worden benaderd, hetgeen relevant kan zijn voor de proces- en adviespraktijk. Gezien het leereffect dat de inhoud van een waarderingsrapport voor toekomstige opdrachtformuleringen kan hebben, ben ik er voorstander van dat rechters (voornamelijk de Ondernemingskamer), waar (praktisch) mogelijk,<sup>7</sup> nadrukkelijk(er) ingaan op het waarderingskader en de waarderingsmethode. Dit geldt niet alleen voor de reeds bestaande ondernemingsrechtelijke procedures, maar ook voor de waarderingsvragen voor de beoogde WHOA.

---

7 Vaak is het waarderingsrapport mede gebaseerd op vertrouwelijke bedrijfsinformatie.

*Waarderingskader bij ondernemingsrechtelijke procedures*

Van de genoemde ondernemingsrechtelijke procedures bestaat over de blokkeringsregeling weinig rechtspraak. In hoofdstuk 4 is weergegeven dat bij de berekening van de aandelenwaarde voor de blokkeringsregeling veel waarderingsdilemma's bestaan. Om die reden heb ik de met de Flex-BV gewijzigde blokkeringsregeling en de daarbij voorkomende waarderingsdilemma's onderzocht. Op grond van interviews en een enquête onder een geselecteerde groep van waarderingsdeskundigen in Nederland, heb ik de volgende waarderingsdilemma's gesignaleerd: de te hanteren waardemaatstaf, de waarderingsmethode, de toepassing van kortingen en premies, de rol van een bieding van een derde, hoor en wederhoor en de daadwerkelijke prijsvaststelling. Bij waarderingsopdrachten (of prijsbepalingsregels) moet aan deze onderwerpen dus (extra) aandacht worden besteed.

Bij de ondernemingsrechtelijke procedures is de waarderingsopdracht en daarmee het doel van de waarderingsopdracht wettelijk of statutair voorgeschreven. Bij de blokkeringsregeling zal een waarderingsdeskundige immers de opdracht krijgen om een waardering voor de door een aandeelhouder beoogde aandelenoverdracht uit te voeren (de vraag waarom de waardering moet worden uitgevoerd). De uitkomst van stap 1 uit het hierboven (en in hoofdstuk 3.2) weergegeven kader wordt dus wettelijk of statutair voorgeschreven. Verder zijn de stappen uit het kader hetzelfde.

Bij de overige factoren (de aanvullende waarderingsveronderstellingen) kan gedacht worden aan de vraag of bepaalde premies of kortingen moeten worden toegepast, of rekening moet worden gehouden met contractuele of statutaire aanwijzingen, wat de peildatum is, enzovoort. In dit verband is wederom een belangrijke instructierol weggelegd voor de rechter. Die rol ziet naar mijn idee op het (al dan niet in samenstelling met partijen) vaststellen van de betreffende overige factoren.

De vraag of sprake is van (dis)continuïteit van de onderneming of een break-up, is minder relevant bij de waardering voor de blokkeringsregeling, de uitkoopprocedure of de geschillenregeling. Vaak is het uitgangspunt van continuïteit van de onderneming de juiste veronderstelling, maar bij bijvoorbeeld de geschillenregeling hoeft dit niet zo te zijn.

Ook bij de Interventiewet is het bepalen van de waarde van het onteigende noodzakelijk om inschattingen te maken over het te verwachten toekomstperspectief van de onderneming in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, en de prijs die, gegeven dat toekomstperspectief, op het tijdstip van de onteigening tot stand zou zijn gekomen bij een veronderstelde vrije koop in het economische verkeer. Het is de vraag van welke veronderstelling in de betreffende zaak moet worden uitgegaan. Als van discontinuïteit wordt uitgegaan is het relevant veronderstellingen te maken over de lengte en het verloop van het geschatte *wind down* proces.

#### *Waardering bij pre-insolventieakkoorden*

Waardering is niet alleen van belang als de waarderingsdeskundige op grond van de wet of de statuten wordt benoemd (zoals bij de blokkeringsregeling, de uitkoopprocedure, de geschillenregeling of de Interventiewet), maar is bijvoorbeeld ook nodig als een onderneming in financiële moeilijkheden verkeert en strategische keuzes moeten worden gemaakt over een herkapitalisatie, strategische interne verhangingen binnen een concern, of een sterfhuiskonstructie. Het berekenen van de ondernemings- en de aandelenwaarde is of kan immers nodig zijn bij zowel veronderstelde continuïteit, als in de situatie van financiële moeilijkheden en zelfs bij mogelijke discontinuïteit. De bovengenoemde aanvullende waarderingsveronderstellingen zijn daarom ook van belang bij de dwangakkoorden, zowel in als buiten een situatie van surseance van betaling of faillissement.

In hoofdstuk 5 en hoofdstuk 6 ben ik ingegaan op de waardeallocatie bij herstructureringsmiddelen, voornamelijk bij pre-insolventieakkoorden. Bij de weergegeven wetgeving voor herstructureringsmiddelen zagen de waarderingstvragen niet zozeer op de uitwerking van de waardering, maar op de meer principiële vraag op grond van welke waarderingsveronderstellingen (continuïteit of discontinuïteit) pre-insolventieakkoorden moeten worden beoordeeld. Ik heb onderbouwd dat voor een herverdeling van de ondernemingswaarde bij een pre-insolventieakkoord moet worden uitgegaan van de reorganisatiewaarde. De reorganisatiewaarde is de ondernemingswaarde gebaseerd op een going concern *business case* van de geherstructureerde vennootschap (en de daarmee verbonden onderneming(en)) en een genormaliseerde of levensvatbare vermogensstructuur. De reorganisatiewaarde gaat in beginsel uit van de veronderstelling dat de onderneming wordt gecontinueerd en wordt verbeterd ten opzichte van de situatie zonder financiële herstructurering. Dit betreft een going concern veronderstelling.

*Naast reorganisatiewaarde nog ruimte voor optiewaarde?*

In het verlengde van de reorganisatiewaarde en op grond van het ABI-rapport heb ik de *redemption option value* beschouwd. Dit heb ik gedaan voor de vraag of bij een financiële herstructurering rekening moet worden gehouden met de mogelijke waardestijging van de onderneming. Dit is – nadrukkelijk – niet de verwachte stijging van de kasstromen die al onderdeel uitmaakt van de op het moment van de herstructurering berekende contante waarde. Het is een additionele stijging van de verwachte kasstromen, hetgeen tot een waardestijging leidt.

Het ABI-rapport houdt er rekening mee dat de waardering (en dus de inschatting van de toekomstige kasstromen) op het moment van herstructureren te laag kan zijn. Om dit te ondervangen, heeft het ABI voorgesteld om de klasse vermogensverschaffers die op grond van de reorganisatiewaarde net *out of the money* is, een gedeelte van de optiewaarde (de kans op een waardestijging die niet in de reorganisatiewaarde tot uiting komt) toe te kennen. Dit economische belang moet volgens het ABI gebaseerd worden op de (theoretische berekening van de) *redemption option value*. Dit betreft de optiewaarde om de onderneming tegen de nominale waarde van de vorderingen van de *in the money* crediteuren te kopen. Deze optie vertegenwoordigt (in theorie) waarde voor het geval dat de onderneming meer waard wordt dan de nominale waarde van de vorderingen van de *in the money* crediteuren.

Het WCO II-voorstel, het INSOLAD-voorstel en het WHOA-voorstel doen geen suggestie voor een soortgelijk mechanisme. Bij de modernisering van de Nederlandse reorganisatiewetgeving speelt een mogelijke waardestijging van een gereorganiseerde onderneming – naar mijn mening terecht – geen rol. Mits het waarderingsproces gedegen is uitgevoerd en de homologatievoorwaarden bij een pre-insolventieakkoord ertoe strekken dat tegenstemmende klassen vermogensverschaffers onder het pre-insolventieakkoord overeenkomstig hun rang aanspraak maken op de met het akkoord gerealiseerde waarde: de reorganisatiewaarde (zoals bij het WHOA-voorstel), zie ik namelijk geen rechtvaardiging voor een toekenning van optiewaarde aan vermogensverschaffers die op grond van de reorganisatiewaarde “out of the money” zijn.



Waarderingsdeskundigen kunnen voor de berekening van de reorganisatiewaarde reeds rekening houden met de cyclische aard van de onderneming. Bij de waardering wordt al rekening gehouden met een bepaalde business case en (mogelijk) stijgende verwachte kasstromen. Mocht blijken dat de waarde van de onderneming op een later moment hoger is dan de uitgevoerde waardering ten behoeve van het akkoord, dan is er slechts sprake van onderwaardering op het moment van doorvoering van het akkoord, althans van het niet volledig uitkomen van de (redelijke) aannames vanwege interne of externe factoren. Vanwege het subjectieve en arbitraire karakter van een waardering is de kans op onder- en overwaardering er altijd, maar ik zie geen reden om het risico van onderwaardering toe te rekenen aan de continuerende vermogensverschaffers die – op hun beurt – risico lopen met de continuerende financiering, ook al maken zij ook kans op de waardestijging.

*Redemption option value kan tot meer speculatie leiden*

Het gegeven dat de rechter (op grond van het ABI voorstel) mogelijk een optiewaarde toekent aan een bepaalde klasse vermogensverschaffers leidt op zichzelf ook tot het creëren van bepaalde investeringsstrategieën en *nuisance value*. Investeerders zouden kunnen anticiperen/speculeren op de mogelijke toekenning van een redemption option value. Deze speculatie leidt ook weer tot optiewaarden. Dit maakt het herstructureringsproces complexer. Bij financiële herstructureringen (al dan niet via een pre-insolventieakkoord) zijn er al veel partijen die (al dan niet op grond van strategische motieven) een verschillende opvatting van de ondernemingswaarde of vermogensbestanddelen hebben. Door investeerders zijn daarbij diverse strategische posities in te nemen.

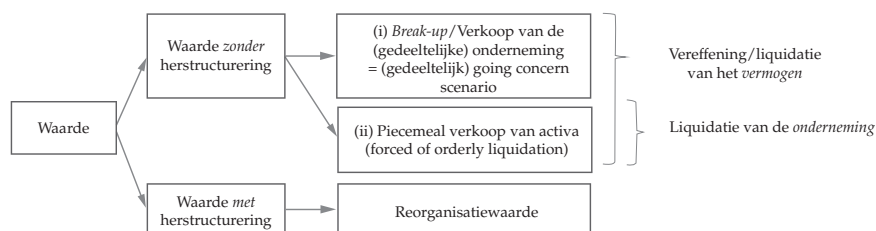
Eén van die strategieën is de *loan-to-own* strategie, zoals toegelicht in hoofdstuk 7. De schatting van de waarde van het onderpand (of aandelen) is voor een succesvolle uitvoering van deze investeringsstrategie essentieel. Het betreft hier zowel een accurate *distressed valuation* van de onderneming (of de vermogensbestanddelen) op het moment dat de onderneming in financiële moeilijkheden verkeert, als de schatting van de waarde op het moment dat de omstandigheden zijn verbeterd. De uitvoering van de strategie vindt immers in de eerstgenoemde situatie plaats, waarna de *exit* in laatstgenoemde situatie volgt. De hoogte van het rendement hangt onder andere af van de accuraatheid van de schattingen van de genoemde waarden.

Hoewel (buitenlandse) marktpartijen in Nederland reeds strategische vermogensposities innemen en (speculatieve) investeringsstrategieën uitoefenen, is het de verwachting dat Nederland als gevolg van het invoeren van een pre-insolventieakkoord aantrekkelijker wordt voor (buitenlandse) *distressed debt investors*.

*WHOA: it's the valuation, stupid!*

In het WHOA-voorstel speelt waardering een centrale rol. De (her)verdeling van de ondernemingswaarde over de bestaande vermogensverschaffers is gebaseerd op de waardering op papier. Die waardering leidt niet tot een markttransactie. De in dit boek besproken wetgevingsvoorstellen schrijven voor dat de rechterlijke toetsing van de billijkheid van een pre-insolventieakkoord wordt gebaseerd op een vermogensvergelijking. Op grond daarvan wordt getoetst of het stemgedrag al dan niet redelijk is. Ook bij andere vraagstukken ten aanzien van ondernemingen in financiële moeilijkheden speelt de vermogensvergelijking een centrale rol, bijvoorbeeld bij de (faillissements)pauliana of de vraag naar schadeloosstelling bij wettelijke ont-eigening van vermogensbestanddelen (al dan niet onder de Interventiewet).

Voor de vermogensvergelijking onder het WHOA-voorstel (en ook het WCO II-voorstel en de Concept Restructuring Directive) spelen diverse begrippen van waarde een rol. Voor de waarderingsanalyse heb ik het volgende onderscheid gemaakt en de volgende definities of uitgangspunten gehanteerd:



Figuur 7 Bepalen van de waarde in scenario's zonder en met herstructurering

Voor alle hierboven genoemde situaties geldt dat de waarde moet worden bepaald en een waardering moet worden uitgevoerd.

Bij financiële herstructureringen is in beginsel eenzelfde waarderingsexercitie vereist als bij de ondernemingsrechtelijke procedures (blokkerings- en geschillenregeling en uitkoopprocedure). In tegenstelling tot de waarderingsopdrachten voor ondernemingsrechtelijke procedures waarbij de waarde van aandelen (*equity value*) moet worden bepaald, gaat het bij waarderingsopdrachten voor financiële herstructureringen echter in de eerste plaats om de berekening van de reorganisatiewaarde.

Door de ondernemingswaarde in de situatie zonder herstructurering te vergelijken met de reorganisatiewaarde kan het effect op de totale ondernemingswaarde worden geschat. Om daarnaast inzicht te krijgen in het effect van de financiële herstructurering op de positie van individuele vermogensverschaffers zijn de financiële gevolgen zonder en met financiële herstructurering relevant.

Bij financiële noodzakelijkheid van het pre-insolventieakkoord is de opbrengst (bij vereffening van het vermogen van de rechtspersoon) in faillissement het relevante bedrag voor het bepalen van de positie zonder herstructurering. Zonder financiële noodzaak moet het akkoord niet aan een tegenstemmende vermogensverschaffer worden opgelegd op grond van de vaststelling dat het akkoord meer oplevert dan de waarde bij vereffening van de rechtspersoon in faillissement. Zoals weergegeven gaan de meeste stelsels wel uit van die financiële noodzaak en kan voor de waarde zonder financiële herstructurering worden uitgegaan van de liquidatiewaarde van de rechtspersoon.

Op grond van de waarderingsanalyse wordt inzichtelijk welke belangen de betreffende vermogensverschaffers hebben. Bij akkoorden is het in eerste instantie niet de rechter die een waarderingsdeskundige aanwijst; elke partij zal waarderingsopdrachten overleggen. Dit leidt tot de situatie dat verschillende waarderingsdeskundigen worden ingeschakeld om hun *expert opinion* te geven. Omdat waardering geen exacte wetenschap is en onderbouwde (strategische) assumpties en uiteenlopende uitwerkingen mogelijk zijn, zal dit waarschijnlijk leiden tot waarderingsdiscussies. Door transparantie over het gehanteerde waarderingskader zal dit vraagstuk echter sneller op een consistente(re) manier benaderd kunnen worden, hetgeen naar verwachting zal bijdragen aan het creëren van eenduidigheid en rechtszekerheid.

*Afronding*

Met dit boek heb ik beoogd inzicht te bieden in diverse waarderingsvragen in juridische situaties, in het bijzonder bij financiële herstructureringen en ondernemingsrechtelijke procedures. Waardering is en blijft een arbitrair inschattingsvraagstuk, waarbij partijen met vaak tegengestelde belangen betrokken zijn. Ook is duidelijk dat een transparant wettelijk kader ontbreekt, althans dat veel verschillende begrippen van waarde in verschillende wettelijke regelingen worden gehanteerd. Ik ben daarom voorstander om simpelweg “de waarde” tot wettelijk uitgangspunt te nemen en vervolgens de waarderingsexercitie nader in te kaderen. Weliswaar kan een waardering in uiteenlopende situaties nodig zijn en is de aanpak niet geheel in te kaderen, een waarderingskader kan voor de waardering van ondernemingen en de aandelen in de vennootschap wel als uitgangspunt dienen.

Uiteraard dient de invulling van een waarderingskader in de praktijk nader te worden uitgewerkt, maar met het gepresenteerde waarderingskader heb ik beoogd een voorzet te doen om structuur aan te brengen ten aanzien van een complex en arbitrair onderwerp op het snijvlak van de juridische en de financieel-economische wetenschap. Hopelijk draagt mijn benadering bij aan het creëren van meer eenduidigheid in de rechtspraak, waarderingsopdrachten- en rapportage met betrekking tot dit onderwerp, en reduceert de toepassing van het met dit boek verstrekte inzicht de eventuele miscommunicatie tussen juristen (onderling) en bedrijfseconomen.

## HOOFDSTUK 12

### SUMMARY AND CONCLUSIONS

#### 12.1 Why this book?

Many books have been written about valuation. In what is deemed one of the best guides for corporate valuation, namely *Valuation*, the co-authors Tim Koller, Marc Goedhart and David Wessels indicate that valuation is an age-old methodology in finance. Its intellectual origins lie in the present value method of capital budgeting and in the valuation approach developed by Professors Merton Miller and Franco Modigliani (both Nobel laureates) in their 1961 *Journal of Business* article entitled “*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*”.<sup>1</sup> Since then, many other books and international economic articles have been written about business valuation.

The main objective of this book – which basically consists of 5 papers written as part of my Ph.D. research – is to investigate, from a Dutch legal perspective, various questions in respect of valuation. More specifically, this book investigates various (conceptual) questions about valuation in respect of (i) corporate law proceedings and (ii) financial restructurings or reorganizations of companies.

Below, I will discuss the various chapters, starting with the problem statement and the various research questions.

#### 12.2 Chapter 2: Problem statement and research questions

##### 12.2.1 Problem statement

The central problem statement is as follows:

*“From a Dutch law perspective, which kind of valuation issues do apply to corporate law proceedings and financial restructurings?”*

---

1 T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6th edition, preface, p. xvi.

In this book, “corporate law proceedings” are defined as (a) the dispute resolution proceedings (*geschillenregeling*), also known as the ‘forced exit proceedings’, (b) squeeze-out proceedings (*uitkoopprocedure*) and (c) the procedures in respect of transfer restrictions (*blokkeringsregeling*). In those proceedings, most of the time the respective shareholders cannot agree upon the exit or sales price of the shares that need to be transferred. In the aforementioned Dutch proceedings, a pricing mechanism applies. Pursuant to this mechanism, an independent valuator will be appointed in order to value the shares. For the purpose of those proceedings, it is assumed that the value of a share is equal to the price of a share. This assumption will most of the time be incorrect in market transactions. In a market transaction, whereas the value is the outcome of an internal in depth desktop analysis, the price is the outcome of negotiations. It is said: “Price is what you pay, value is what you get.”<sup>2</sup>

Dutch jurisprudence indicates that the independent valuator, when appointed, faces various difficult questions, either in the preparation phase of the valuation analysis (i.e. is the valuation based on fair (market) value, intrinsic value, book value etc.) or, subsequently, in the phase of actually valuing the company.<sup>3</sup> For example, when applying the Discounted Cash Flow method, parties can have a different view on the WACC (or its components such as the Market Risk Premium), what formula should be used in order to determine the continuing or terminal value, how the free cash flows should be assessed, how one should deal with the impact of financial distress etc. Those more technical questions will not be discussed in this book. Those questions have been discussed in great detail in, mainly, U.S. literature already. The same valuation principles apply to the Dutch market.

2 Berkshire Hathaway 2008 Annual Report Chairman’s Letter, March 2009. Buffett wrote: “Long ago, Ben Graham taught me that ‘Price is what you pay; value is what you get.’ Whether we’re talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down.”

3 For example: Court of Appeal of Amsterdam (Enterprise Chamber) 11 July 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2697; Rechtbank Noord-Holland, 24 May 2017, ECLI:NL:RBNHO:2017:4274, JOR 2017/313; Court of Appeal of Amsterdam (Enterprise Chamber) 16 February 2010, JOR 2010/96; Court of Appeal of Amsterdam (Enterprise Chamber) 7 October 2008, JOR 2008/333; Court of Appeal of Amsterdam (Enterprise Chamber) 10 April 2003, JOR 2003/144; Court of Appeal of Amsterdam (Enterprise Chamber) 13 February 2003, JOR 2003/86; District Court of Roermond 5 July 2011, JOR 2011/284.

This book will, however, present a valuation framework which is adapted to the Dutch legislation and practice. When an independent valuator is appointed, it will be solely up to him how to assess the value and which assumptions to make. But currently, in the Netherlands, different valuers may have a different view about the valuation approach – and not only on the valuation methodology. This is because one can ask a corporate finance advisor/consultant, an accountant or an investment banker to value a company. They may differ about the fundamental questions of valuation, before they start their analysis and calculation. This book therefore aims to provide a legal valuation framework in order to provide all stakeholders involved with a more transparent approach of how to value corporates (enterprise value) and the shares (share price or equity valuation) in respect of corporate law proceedings.

With respect to financial restructurings this book focusses on the Dutch Bankruptcy Code and particularly the contemplated revision thereof. On 14 August 2014, the Dutch Ministry of Justice presented the Draft Continuity of Enterprises Act II (*Wet Continuïteit Ondernemingen II*). After a consultation process, this draft was amended and a new draft was presented on 5 September 2017, which is called the ‘Amendment to the Bankruptcy Act in connection with the introduction of the possibility to confirm a private restructuring plan in order to prevent bankruptcy’ (Act on the confirmation of a private restructuring plan in order to prevent bankruptcy).<sup>4</sup> In the meantime, also the European Commission developed a recommendation in this respect. On 22 November 2016, the European Commission presented a “*Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU*”, briefly stated a draft restructuring directive.<sup>5</sup>

The Act on the confirmation of a private restructuring plan in order to prevent bankruptcy, sometimes referred to as the “ACPRP”, envisages to introduce pre-insolvency scheme proceedings in the Netherlands, like the

---

4 The official Dutch text of the draft bill and the explanatory notes on it can be found at the website of the Dutch government: [www.internetconsultatie.nl/wethomologatie](http://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie). An unofficial English translation of the draft bill can be found at RESOR’s website: [www.resor.nl](http://www.resor.nl).

5 COM(2016) 723 final.

U.K. scheme of arrangement or the U.S. Chapter 11 plan of reorganization. The reason for the ACPRP is that the Netherlands currently lacks an effective restructuring procedure, especially out of bankruptcy. The main reason for the ineffectiveness is that the available suspension of payments proceedings (*surseance van betaling*) bind neither shareholders nor secured or preferential creditors. It can only bind ordinary unsecured creditors, making it ineffective for many cases, also because of the applicable voting thresholds (i.e. majorities are required).

Pursuant to a financial restructuring, the capital structure of the company will be amended. In order to implement a financial restructuring, it is necessary to assess which shareholders and/or creditors have a financial interest in the company, i.e. which financing providers are “in” or “out of the money”. Because the company will not be sold in a market transaction to an external party, no market pricing takes place. In order to conclude which shareholders and/or creditors have a financial interest, a valuation is thus required (provided that the capital providers cannot in majority agree upon the content of the scheme). What kind of valuation has to be carried out and how a judge should determine whether a stakeholder is in or out of the money, are questions which are discussed in this book. That valuation can lead to lengthy discussions has been demonstrated in the proceedings in the U.S. Chapter 11 reorganization cases. One of the reasons for those “valuation fights” is that valuation is not a science, which is illustrated by the following consideration of the United States Bankruptcy Court:

*“At best, the valuation of an enterprise like Mirant Group is an exercise in educated guesswork. At worst it is not much more than crystal ball gazing. There are too many variables, too many moving pieces in the calculation of value of Mirant Group for the court to have great confidence that the result of the process will prove accurate in the future.”<sup>6</sup>*

---

6 In Re Mirant Corp., 334 B.R. 800 (Bankr. N.D. Tex. 2005).



### 12.2.2 Research questions

In its essence, this dissertation consists of 5 papers, which have been published in Dutch legal journals. The 5 corresponding research questions are as follows:

1. Which valuation issues does a valuation practitioner experience when being assigned as independent valuator in order to prepare a share value for the purpose of a procedures in respect of transfer restrictions (*blokkeringsregeling*)?
2. Which conceptual valuation questions are applicable in respect of a Dutch pre-insolvency scheme, especially in respect of the tests that are applicable to the cross class cram down?
3. What kind of role does option value have in respect of a Dutch pre-insolvency scheme?
4. Under Dutch law, is a creditor entitled to credit bid and what is the role of valuation in respect of such a bid?
5. Which valuation standards do apply to Dutch corporate law proceedings and which kind of valuation framework applies in respect of valuation assignments in respect of Dutch corporate proceedings?

### 12.3 Chapter 3: terminology and general valuation framework

In this introductory chapter, the rather general definition of restructuring is discussed, after which paragraph an extensive general valuation framework has been presented. This general framework can be used for basically every valuation assignment. The steps are as follows and will be discussed below in more detail:

1. Setting the scene, analysing the purpose of the valuation assignment and the precise assignment itself;
2. Choosing the standard or premise of value, being either the value in exchange or the value in use;
3. Choosing the valuation concept, being either the concept based on financial economics or on financial accounting;
4. Choosing additional valuation assumptions; and
5. Choosing the valuation methodology.

The first step is required to conclude upon the purpose of the valuation: why is this valuation carried out? Once the purpose has been determined, the standard or the premise of value should be determined. Generally, there are

two options: the value in use (or the value to the holder) and the value in exchange. The value in use is the value for a selected purchaser or vendor. It can be seen as the investment value or the value to the respective party. Consequently, in order to execute a transaction, the value in use for the buyer must be higher compared to the value in use for the seller. Otherwise, rational parties would not conclude on a deal. The value in use for a buyer consists of the stand-alone value, which should be increased by the added value of expected (revenue or cost) synergies. This added value may also be based on the hidden growth potential of the company, the improvement of operational activities by (new) management and/or the creation of a competitive advantage.

It is also explained that various interpretations can be chosen in respect of the value in exchange. For example, one can choose between the highest bid or the fair market value, which is generally defined as the price at which shares would change hands between a willing buyer and willing seller, neither being under compulsion to buy or sell and both having knowledge of all relevant facts as at the applicable valuation date. The highest bid is what in Dutch jurisprudence and Dutch legal literature is referred to as the *“waarde in het economische verkeer”*.

As a third step the valuation concept should be chosen. This concept can be based on the more or less backward looking principle based on financial accounting parameters, or the forward looking concept based on financial economics. Little attention has been paid to the financial accounting concept since the corresponding methodology, book value, is less used in practice for the purpose of the enterprise or equity valuation.

The fourth step is that of choosing additional valuation assumptions. Those assumptions can for example contain various scenario's, such as: (i) the continuity of the whole company or group (going concern scenario), (ii) the break-up of the group and thus the partial sale of various parts of the group (going concern), or (iii) the discontinuity of the group and its operating companies.

The last step is the one of choosing the correct valuation methodology or methodologies, since most of the time practitioners will use multiple methods in order to calculate a range of valuation outcomes.

Next to this general valuation framework, the terms liquidation value and reorganization value have been explained in chapter 3. Both concepts play an important role in respect of the U.K. scheme of arrangement, the U.S. Chapter 11 reorganization plan and the proposed Dutch scheme.

Liquidation value has an ambiguous meaning. From a financial-economic perspective, it has the meaning of the value of a business in the situation that this business is terminating its operations. For example, the International Glossary of Business Valuation Terms defines liquidation value as “*the net amount that would be realised if the business is terminated and the assets are sold piecemeal*”. However, from a Dutch legal perspective, the liquidation value can be higher and has a broader meaning. Namely, from a legal perspective, the liquidation value can also be defined as the going concern market value of the company. This is because in Dutch legal literature, the distinction is made between the liquidation of the goods of a certain legal entity (which can be done by either selling on a piecemeal or a going concern basis) and the liquidation of the company (not being the same as the legal entity). The practical relevance of this ambiguous meaning is explained by means of two recent Dutch cases, namely a judgment of the Dutch Supreme Court dated 2 June 2017 (*OR DA Retailgroep/DA Retailgroep c.s.*)<sup>7</sup> and a judgment of the European Court of Justice, the supreme court of the European Union, dated 22 June 2017 (*FNV/Smallsteps*).<sup>8</sup>

The reorganization value is, like in U.S. jurisprudence, considered to be the enterprise value of the reorganized debtor, after the implementation of the reorganization plan. Thus, it is the enterprise value, based on a going concern business case, of the reorganized debtor with a restructured capital structure. However, since it depends on the definition of the enterprise value whether or not excess cash is included, one has to ascertain that excess cash (next to minority shareholding interests and/or other non-operating assets) is included in the concept of reorganization value.<sup>9</sup>

7 Supreme Court 2 June 2017, ECLI:NL:HR:2017:982, *JOR* 2017/248.

8 European Court of Justice, 22 June 2017, *JOR* 2017/217, C-126/16, ECLI:EU:C:2017:489.

9 *In Re Mirant Corp.*, 334 B.R. 800 (Bankr. N.D. Tex. 2005); *In Re Tribune Co.*, 464 B.R. 126 (Bankr. D. Del. 2011).

In, for example, *Re Mirant Corp.*, 334 B.R. 800 (Bankr. N.D. Tex. 2005) it was emphasized that the enterprise value, which was calculated on the basis of the DCF-method and the Enterprise Value/EBITDA multiple, had to be increased with, amongst others, excess cash:

*"7. Additional Value*

*(...) The court now modifies its prior ruling to provide that Additional Value be increased by \$400-460 million (versus a single \$450 million figure in the Letter Ruling). Additional value items are items that are not included in enterprise value. Since those items are available to satisfy claims and equity interests, they must be added to enterprise (i.e., going concern) value. The court finds and concludes that the following additions are required: \$357 million in restricted cash; \$60 million in excess cash; \$15 million attributable to the coal-burning facility at Lovett, New York; and \$6 million through pay-down of international debt."*

The same principle was applied in *Re Tribune Co.*, 464 B.R. 126 (Bankr. D. Del. 2011):

*"After adding the value of Tribune's non-controlled interests and the estimated cash balance as of December 27, 2010 to the Total Enterprise Value, Lazard arrived at the estimated Total Distributable Value with a mid-point of \$6.75 billion."*

Consequently, the reorganization value must be equal to the total value, not only the enterprise value (based on operating activities), that is the distributable to the pre-restructuring capital providers, i.e. the claimants that exist immediately before the plan becomes effective.

#### **12.4 Chapter 4: share transfer restrictions (blokkeringsregeling) and valuation issues**

When, because of certain share transfer restrictions (*blokkeringsregeling*), a valuator is requested to assist on valuing a certain percentage of the shares outstanding in the share capital of the company, the valuator experiences certain valuation issues or dilemmas. Based on interviews with experienced valuers, the following dilemmas were assessed: the applicable valuation standard, the correct valuation methodology to be used, the possible application of valuation discounts, the process of valuation in general and specifically the element of a fair process, and, ultimately (based on the valuation analysis), setting the price of the shares to be transferred.

In order to investigate how valuers deal with the various dilemmas, an empirical study has been carried out among a group of approximately 80 Dutch valuation experts. For the purpose of the valuation in respect of the share transfer restrictions rules, there is consensus about the valuation standard and the valuation methodology, namely choosing the value in use for the current selling shareholder thereby applying the DCF-method and the multiples.

Dilemmas that are handled differently by the valuation experts are the role of a possible bid made by a third party, the information and valuation process and how to safeguard a fair process, and the question if and/or to what extent a minority discount should be applied because of a lack of control. Also, no consensus exists about the question whether or not, based on the valuation, a share price should be concluded. 25% of the experts indicate that they simply choose the mid of the valuation range, 35% applies a certain weighted average of the outcome of valuation analysis and 40% indicated that they use a different method. Although Dutch legislation clearly indicates that a price, equal to the value of the shares, should be assessed by the expert, still 25% chooses an arbitrary mid-point of a range. In my view, this is unsatisfactory since a price is required for the purpose of the respective legal proceedings. Experts should conclude about the price (being equal to the value), on a well-funded basis, combined with a certain scenario analysis.

## **12.5 Chapter 5: conceptual valuation questions in respect of a pre-insolvency scheme**

Chapter 5 starts with a conceptual analysis of how to assess the financial impact of a reorganization by means of a pre-insolvency scheme. In order to do so, two valuations are required. The valuation in the situation without the restructuring should be compared with the valuation in the situation once the restructuring has been implemented: the reorganization value, as elaborated on in chapter 3. In the situation of financial distress, doing nothing will ultimately result in bankruptcy, at least this can be safely assumed. Therefore, there are two scenarios for assessing the value in situation 1: either breaking up the company (or the group) and selling the various parts or business units as a going concern, or selling the assets on a piecemeal basis, after closing down the business activities of the company.

The aforementioned analysis only provides insights at a collective, or macro-economic, level. It does not analyse the impact on the position of an individual equity or debt provider. For this purpose, the situation and expected proceeds before the implementation of the scheme have to be compared with the proceeds available to the respective claimant (after the implementation of the scheme).

Looking at the position of the individual debt or equity provider who does not agree with the proposed scheme, one has to assess what their proceeds are in situation without a financial restructuring. If an individual debt or equity provider would because of the restructuring be receiving more compared to bankruptcy proceedings, then – provided that the company would otherwise end up in bankruptcy proceedings (which the court should confirm) – it should be possible to cram down such an individual.

When considering a class of debt or equity providers that – in majority – votes against the proposed plan, the liquidation value is no longer the relevant test. In order to cram down a class that – in majority – opposes to the scheme, the relevant test should be whether or not the respective class receives (under the reorganization plan) its fair share in the reorganization value: the distributable value or the enterprise value (including non-operating assets like excess cash) of the reorganized debtor.

## **12.6 Chapter 6: option value and pre-insolvency scheme**

In this chapter the role of option value in respect of pre-insolvency schemes has been investigated. The direct reason for doing so, was the 2014 report of the American Bankruptcy Institute with suggestions to reform the U.S. Bankruptcy Code: *“Final Report and Recommendations on the Reform of Chapter 11”*. Valuation reports used in respect of reorganization plans are based on a valuation at a certain moment in time. Such a valuation is carried out while a company is in distress and although the reorganization value is based on the restructured capital structure, the valuation can still be negatively impacted by the fact that the company is recovering and exiting Chapter 11.

According to the ABI, although the valuation at any point in time will necessarily reflect the debtor’s future potential, the valuation may occur during a trough in the debtor’s business cycle or the economy as a whole,

and relying on a valuation at such a time may result in a reallocation of the reorganized firm's future value in favor of senior stakeholders and away from junior stakeholders in a manner that is subjectively unfair and inconsistent with the Bankruptcy Code's principle of providing a breathing spell from business adversity.

The ABI is of the opinion that the class that is just out of the money should receive an allocation of value to recognize that the future possibilities of the firm include the possibility that such an immediately junior class might have been in the money or received a greater recovery if the firm had been valued at a later date. Such an immediately junior class should be offered the "*redemption option value*", which would reflect the possibility that, between the plan effective date and the third anniversary of the petition date (the "*redemption period*"), the value of the firm might have been sufficient to pay the senior class in full with interest and provide incremental value to such immediately junior class.

As also concluded by the ABI, there remains uncertainty about the implementation of such an option value. From a valuation perspective, the use of it can be questioned. First of all, valuations can already include the element of cyclicity. Also, the possibility that in the future, the value may be more or less than the value at the date of the restructuring, may also imply that the valuation at the date of the implementation of the plan was incorrect, i.e. possibly too high or too low. Obviously, assumptions may prove to be wrong, or cash flow expectations were not entirely correct, but in principle the valuation at a certain date should reflect all possible future value creation. Both the upside and the downside of such a valuation error or risk, can be accounted to the continuing equity or debt provider.

## **12.7 Chapter 7: credit bidding under Dutch law and the role of valuation**

Distressed debt investors can have various investment strategies, one of which is the loan-to-own strategy. Briefly stated, this strategy consists of first buying a secured loan and subsequently, when the company faces severe distress and enters into default, executing the security right and buy the pledged good yourself. When buying the pledged goods yourself, it

is possible under the U.S. system to credit bid. Credit bidding means that the secured party/the creditor offers to buy the underlying goods and will be setting off the purchase price with the amount of the (secured) claim it has against the debtor.

From the creditor's perspective, credit bidding has the advantage that, after the purchase price for the (secured) loan has been paid, when the creditor is (in the process of the enforcement) purchasing the pledged goods no additional liquidity is required. The bigger the difference between the secured claim and the purchase price of the pledged goods, the more profitable the deal is. If the (purchased) loan is secured by a share pledge on the shares in the share capital of a certain company, it is in order to assess the profitability of a certain investment proposal essential that a valuation assessment of the pledged shares will be made, because this is the asset that eventually will be bought.

In case of the execution of the security pledge (*pandrecht*), the Dutch Civil Code does not prescribe that the purchase price has to be transferred to, for example, a civil-law notary or a bailiff. Therefore, when executing the security right the pledged goods can be sold to the pledgee and the outstanding (secured) claim can be set off against the purchase price of the pledged goods (including shares in the share capital of subsidiaries of the pledger, as noted above).

In respect of the execution of the right of mortgage, the Dutch Civil Code prescribes that the purchase price has to be transferred to a civil-law notary when the real estate is transferred, hence this mandatory rule makes it, in principle, not possible to credit bid. However, based on a broad interpretation of the Dutch Civil Code credit bidding has, in respect of the execution of mortgage rights, been approved, as follows from jurisprudence of lower Dutch courts.<sup>10</sup>

---

10 Consideration 3.8, District court of Amsterdam 27 November 2012, ECLI:NL:RBAMS:2012:BY4260.



## **12.8 Chapter 8: detailed analysis of the valuation framework in respect of Dutch law proceedings**

When considering corporate law proceedings, enterprise and subsequently equity valuation is not only relevant in respect of proceedings regarding transfer restrictions (*blokkeringsregeling*), as was discussed in chapter 4. Also, amongst others, in respect of the forced exit proceedings (*geschillenregeling*), the squeeze-out proceedings (*uitkoopprocedure*), legal demerger legislation (*afsplitsing*) and the Dutch Intervention Act (*Interventiewet*) valuation is important. In the applicable Dutch legislation, jurisprudence, legal literature and valuation reports, various different definitions of value are applied.

The jurisprudence with respect to the forced exit proceedings (*geschillenregeling*) and the squeeze-out proceedings (*uitkoopprocedure*) refers to the highest bid a market participant would be willing to make, after being able to optimally preparing such a bid and doing due diligence and/or other research.

The jurisprudence with respect to the proceedings regarding transfer restrictions (*blokkeringsregeling*) refers to the “true value”, without further reference to what is exactly meant by such a description. In this respect, the more well-known term “fair value” is however not used.

The Dutch Intervention Act prescribes that in respect of the damages to be paid (because of the intervention by the Dutch State, i.e. a legal compensation) also the true value should be compensated. In this act, it is indicated that the true value is the price, which can be assumed to be the market price, given a scenario which most likely would occur.

The jurisprudence in respect of a legal demerger indicates that in such a situation the “value of the demerged assets” is the relevant value for purposes of assessing the so-called remaining liability (ex article 2:334t section 3 Dutch Civil Code) of the demerging legal entity in respect of certain obligations which have been transferred by means of the demerger. Since also shares in the share capital of a subsidiary may be demerged, this general description of value is also applicable to those shares. According to the Enterprise Chamber of the Amsterdam Court of Appeal, this value refers to

the “objective value”. In the Dutch legal literature it is indicated that in order to assess the objective value, one has for the purpose of protecting creditors look at the “real economic value” of the assets at the moment of the demerger.

All those different principles or definitions of value used, do not contribute to a transparent single definition. On the contrary, all those definitions lead to multiple interpretations of value, a term which is already arbitrary by nature, also because valuation is very much based on reasonable estimates of various variables and the amount of reliable information that is available and based on which reliable forecasts may be made.

In addition, literature about valuation also indicates that different situations may lead to a different approach about how to assess the value. As also indicated in Chapter 3, the outcome of the valuation analysis, or the valuation range, is of less value if it cannot be derived in which kind of situation, or for what purpose, a valuation has been prepared. The same steps as presented in Chapter 3 do apply to most of the corporate law proceedings. However, step 1 (*“Choosing the standard or premise of value, being either the value in exchange or the value in use”*) is generally given in the respective legal situation of the indicated corporate law proceedings, either being a squeeze out (situation in which a buying shareholder already possesses more than 95% of the shares in the share capital and envisages to buy-out the remaining minority shareholders), a forced exit (this can be applicable independent of the amount of shares of the respective shareholder that is bought out), a demerger or the Dutch Intervention Act. Although also for this purpose the standard or premise of value also has to be chosen (step 2), the other steps remain more or less the same, namely choosing the valuation concept, being either the concept based on financial economics or on financial accounting, choosing additional valuation assumptions, and lastly, choosing the valuation methodology.

## 12.9 Conclusion

In this book, valuation has been combined with various aspects of Dutch corporate and insolvency law, especially in respect of Dutch corporate law proceedings and financial restructurings by means of a pre-insolvency

scheme-like mechanism. The valuation literature that has been well developed in the U.S. does also apply to matters of valuation in the Dutch legal landscape. The saying goes that *"valuation is an art, not a science"*. Because it is so arbitrary and because value is in the eye of the beholder, it is of the essence to be as clear as possible about what kind of value is being estimated. Especially since parties with deviating legal and economic interests are fighting about the valuation of an asset in court, it is crucial that the valuation context is described in great detail. In the Netherlands there is no clear transparent theoretical framework for the valuation used in legal proceedings. An independent expert, most of the time a corporate finance banker, consultant or accountant is requested to perform a valuation analysis and present his valuation report in court. The definition of value used as a starting point for such an analysis may differ. And as indicated, it does matter whether somebody is analyzing the highest (theoretical) bid or, just, the fair market value. It does also matter whether one is analyzing a transaction value or only the value for a selling shareholder. Because of all the above, in my view, I believe we should no longer use all kind of descriptions about the value, like the true, or economic, or real, or fair value of an asset. I would suggest to simply refer to "the value" and to use a detailed framework in order to conclude what kind of value, for whom, for what purpose, is being calculated. This means that the expert, backed by the attorneys or the judge, if applicable, should use a framework with the following questions:

1. What is the legal situation? For what purpose am I analysing the company and what kind of value am I calculating in this situation? I referred to this first step as *"setting the scene"*.
2. Choosing the standard or premise of value, being either the value in exchange or the value in use;
3. Choosing the valuation concept, being either the concept based on financial economics or on financial accounting;
4. Choosing additional valuation assumptions; and
5. Choosing the valuation methodology.

In this book I combined finance with the legal science, more specifically the financial-economic perspective about enterprise and equity valuation and the Dutch legal proceedings in which valuation can be an element of discussion. Because in those legal proceedings, and also in respect of the pre-insolvency schemes (which will hopefully be introduced in the near future in the Netherlands), the parties involved will have contrary

interests and, accordingly, different opinions about the valuation. Since there is at the moment no transparent approach for calculating the value, I introduced a valuation framework. Hopefully, using and further optimizing such a framework in practice (either because of further development in legal literature or in legal proceedings) will contribute to less miscommunication between corporate finance practitioners and attorneys and other legal consultants and thus ultimately to a valuation approach which is less open to debate.

## HOOFDSTUK 13

### BIJLAGEN

#### **13.1 Hoofdstuk 4, Annex A: methodologie, onderzoeksgroep en beknopte onderzoeksresultaten**

##### *13.1.1 Inleiding*

De in paragraaf 4.3.1 genoemde waarderingsdilemma's zijn als volgt opgesteld. Allereerst is op grond van de juridische literatuur en de jurisprudentie een analyse gemaakt van de mogelijke waarderingsdilemma's. Om vanuit het perspectief van de waarderingsdeskundigen te toetsen wat de waarderingsdilemma's zijn, heb ik vervolgens medio 2013 interviews afgenomen met J. Weimer (destijds partner en hoofd van de *valuations en modelling* praktijk van KPMG Corporate Finance), T. Notenboom (partner bij Mazars Berenschot *corporate finance* en verantwoordelijk voor de valuation en litigation support praktijk) en W.G.M. Holterman (destijds partner en hoofd van de valuation praktijk van PWC). Ook zijn de antwoorden in deze interviews gebruikt om de vragen van de enquête op stellen.

Op grond van de bovengenoemde aanpak selecteerde ik de volgende dilemma's: (1) de te hanteren waardemaatstaf, (2) de te hanteren waarderingsmethode, (3) de eventuele toepassing van discounts, (4) het waarderingsproces en (5) de uiteindelijke prijsvaststelling. Over deze waarderingsdilemma's is een enquête opgesteld die bestaat uit 20 *multiple choice* vragen.

Deze Annex geeft de bevindingen van de enquête weer. Eerst wordt de onderzoeksgroep weergegeven (paragraaf 13.1.2). Vervolgens wordt de methodologie die ten grondslag ligt aan de enquête uiteengezet (paragraaf 13.1.3). Daarna volgen de onderzoeksresultaten (paragraaf 13.1.4). De enquête is zowel kwalitatief als kwantitatief van aard en ziet op (i) de wijze waarop waarderingsdeskundigen met waarderingsdilemma's omgaan en (ii) de hantering van prijsbepalingsformules ten opzichte van de wettelijke blokkeringsregeling.

## 13.1.2 Onderzoeksgroep

In onderstaande tabel staat de samenstelling van de onderzoeksgroep weergegeven.

	Type waarderings-deskundige	Aantal personen	Omschrijving	Bron
1	Nederlands Instituut Register Valuators (NIRV)	71	Accountants (ook verbonden aan kleinere accountants-kantoren), (MKB-) Corporate finance adviseurs	<a href="http://www.nirv.nl/site/leden">http://www.nirv.nl/site/leden</a>
2	Stichting Landelijk Register Gerechtelijk Deskundigen (LRGD)	24	Accountants (ook verbonden aan kleinere accountants-kantoren), (MKB-) Corporate finance adviseurs	<a href="http://www.lrgd.nl/zoek-een-deskundige">http://www.lrgd.nl/zoek-een-deskundige</a>
3	Overig	18	Corporate finance en valuation adviseurs (werkzaam bij voornamelijk een big-4 accountantskantoor)	Netwerk
	<b>Totale onderzoeksgroep</b>	<b>113</b>		

## Ad (1)

De groep Register Valuators, zoals deze is geregistreerd bij het NIRV, is groter dan 71 personen. Omdat de overige Register Valuators echter werkzaam zijn in het bedrijfsleven is er verondersteld dat deze Register Valuators zich niet bezig houden met waarderingsopdrachten voor de blokkeringsregeling.

## Ad (2)

De groep Gerechtelijk Deskundigen met als specialisatie aandelenwaardering, zoals die zijn te raadplegen op de website van de Stichting LRGD,<sup>1</sup> bestaat deels ook uit Register Valuators. Die personen zijn niet meegeteld in de groep van de Register Valuators onder (1).

---

1 [www.lrgd.nl](http://www.lrgd.nl).

Ad (3)

De groep 'Overig' bestaat, voor zover deze personen nog niet vallen onder de groep (1) of (2) uit financieel adviseurs van (accountancy-) advieskantoren. De volgende tabel geeft het aantal personen van de uiteindelijke onderzoeksgroep weer, na correctie voor niet langer bestaande email adressen etc.

		Aantal personen	Omschrijving
	Totale onderzoeksgroep	113	
	-/- Onvoldoende ervaring	-/- 7	Onvoldoende ervaring met waarderingsopdrachten voor de blokkeringsregeling
	-/- undelivered e-mails	-/- 8	Niet langer bestaande e-mail adressen
	-/- taalprobleem	-/- 1	Geen kennis van Nederlandse taal
	-/- out of office	-/- 14	Langere tijd op vakantie
	<b>Totale onderzoeksgroep</b>	<b>83</b>	

De volgende tabel geeft de responsegraad weer.

		Aantal personen (absoluut)	Aantal personen (relatief)
	Totale onderzoeksgroep	83	100%
	Aantal ingevulde enquêtes na twee weken	16	20%
	<i>Aantal ingevulde enquêtes na drie weken</i>	<i>21</i>	<i>25%</i>

Waar hierna wordt verwezen naar de waarderingsdeskundigen of de onderzoeksgroep wordt hiermee verwezen naar de deskundigen die gereageerd hebben op de enquête.

### 13.1.3 Methodologie van de enquête

In deze paragraaf wordt de methodologie uiteengezet die ten grondslag ligt aan de enquête. De vragenlijst is opgesteld op grond van de literatuurstudie en voornamelijk de interviews met de deskundigen. De enquête kon als volgt worden ingevuld: (a) de enquête uitprinten, handmatig invullen en retourneren per post of een scan copy per e-mail versturen en (b) per online enquête. De enquête wordt voor de volledigheid integraal weergegeven in Annex C.

De online enquête is opgesteld met behulp van de diensten van de website [www.thesistools.com](http://www.thesistools.com). De website werkt als volgt. Nadat de enquête is opgesteld, ontvangt de opsteller een link naar een vertrouwelijke website waar de enquête staat weergegeven.<sup>2</sup> De betreffende link is vervolgens opgenomen in de aan de onderzoeksgroep gecirculeerde e-mail waarin de uitnodiging staat weergegeven tot deelname aan de enquête. De e-mail is verstuurd op 29 april 2013 en een reminder volgde op 13 mei 2013. Omdat het mogelijk interessante inzichten kan bieden welke opvattingen de deskundigen met een bepaalde achtergrond hebben, wordt als vervolgonderzoek gesuggereerd een enquête af te nemen waarbij deze informatie inzichtelijk is. Immers, wellicht passen waarderingsdeskundigen met een andere achtergrond (bijvoorbeeld grotere ten opzichte van kleinere (accountancy-)advieskantoor of *Register Valuator* ten opzichte van overige waarderingsdeskundigen) verschillende alternatieven toe voor de in dit onderzoek weergegeven waarderingsdilemma's.

### 13.1.4 Onderzoeksresultaten enquête

Per waarderingsdilemma (1 t/m 5) wordt hierna de enquête weergegeven met achter elk antwoord het percentage waarderingsdeskundigen van de onderzoeksgroep dat het betreffende antwoord koos.

#### Waardemaatstaven

Ga bij de beantwoording van de vragen van dit onderdeel uit van de volgende casus:

---

2 Bij thesistools.com zijn slechts de IP-adressen van de respondenten bekend.



*Een B.V. heeft twee aandeelhouders met elk een 50% aandelenbelang. De ene aandeelhouder wenst uit te treden en dient, op grond van de in deze casus geldende blokkeringsregeling, de aandelen eerst aan te bieden aan de andere aandeelhouder.*

*U bent als onafhankelijk waarderingsdeskundige door beide aandeelhouders ingeschakeld om de prijs van het betreffende aandelenpakket vast te stellen. Voor de volledigheid: het gaat hier dus niet om een situatie waarin u partijdeskundige bent of bent benoemd door de rechtbank als deskundige.*

Vraag 1: de blokkeringsregeling geeft aan dat “de waarde” dient vast te worden gesteld. Welke waardemaatstaven hanteert u in zo’n situatie?

- a. Waarde van de aandelen in de “as is” situatie (onder een going concern stand-alone gedachte) (81%)
- b. Waarde voor de andere, overnemende aandeelhouder (met inbegrip van de mogelijke beleidswijzigingen die hij vervolgens kan doorvoeren) (0%)
- c. Waarde die een derde aan het aandelenpakket zou kunnen toekennen (de waarde in het economisch verkeer/fair market value) (19%)
- d. Anders, namelijk: (0%)

Vraag 2: stel dat de uitkomst op grond van de maatstaven onder vraag 1a (“as is”) of 1b (“waarde voor overnemende mede-aandeelhouder”) hoger is dan de waarde onder 1c (“waarde economisch verkeer”). Welke maatstaf gebruikt u dan?

- a. De uitkomst van de waarde zoals berekend onder vraag 1a (“as is”) of 1b (“waarde voor overnemende mede-aandeelhouder”) (76%)
- b. De uitkomst van de waarde zoals berekend onder vraag 1c (“waarde economisch verkeer”) (24%)

Vraag 3: stel dat de uitkomst op grond van de maatstaven onder vraag 1a (“as is”) of 1b (“waarde voor overnemende mede-aandeelhouder”) lager is dan de waarde onder 1c (“waarde economisch verkeer”). Welke maatstaf gebruikt u dan?

- a. De uitkomst van de waarde zoals berekend onder vraag 1a (“as is”) of 1b (“waarde voor overnemende mede-aandeelhouder”) (81%)
- b. De uitkomst van de waarde zoals berekend onder vraag 1c (“waarde economisch verkeer”) (19%)

Vraag 4: houdt u voor de waardering van de aandelen rekening met biedingen van derden?

- a. Ja (19%)
- b. Nee (48%)
- c. Ligt eraan, namelijk: (33%)

Bij antwoord c werd onder andere toegelicht:

“Biedingen van derden kunnen niet genegeerd worden, uiteindelijk moet de prijs worden terugverdiend door de feitelijke kopers.”

“Normaal gesproken niet, maar als beide aandeelhouders het willen, uiteraard prima. Ik zou wel het onderscheid goed duidelijk maken tussen de theoretische waarde en de marktprijs.”

“Mogelijke invloed op courantie welke tot uiting komt in de vermogenkostenvoet.”

“Of deze biedingen recent zijn, wat de voorwaarden zijn etc.”

“Wel naar kijken maar geschoond van strategische premie.”

Vraag 5: stel dat u gedurende het waarderingsproces indicaties krijgt dat de kopende aandeelhouder de aandelen na overdracht binnen afzienbare tijd aan een derde strategische partij kan verkopen. Wat doet u in zo’n situatie?

- a. Deze informatie valt buiten de opdracht om de waarde vast te stellen en dus houd ik er geen rekening mee (19%)
- b. Ik formuleer een anti-speculatiebeding in mijn advies. Een anti-speculatiebeding is een bepaling die inhoudt dat de overdrachtprijs dient te worden gecorrigeerd indien de aandelen binnen een bepaalde periode worden overgedragen aan een derde partij (62%)
- c. Ik houd op andere wijze rekening met deze informatie, namelijk: (19%)

Als toelichting is onder c gegeven:

“Combinatie van a en b. Ligt aan de opdrachtformulering. Zou het wel bij alle partijen onder de aandacht brengen. De strategische premium zou ik wellicht separaat uitrekenen om de subjectiviteit van waarde te illustreren.”

Waarderingsmethoden

Voor dit onderdeel geldt dezelfde casus als bij onderwerp I hierboven: twee aandeelhouders met elk een 50% aandelenbelang, 1 aandeelhouder treedt uit en dient eerst aan te bieden aan de andere aandeelhouder.

Vraag 6: welke waarderingsmethode hanteert u voor deze waardering?

Methode	Nooit	Soms	Meestal	Altijd	Totaal
DCF o.g.v. WACC	11%	28%	28%	33%	100%
DCF o.g.v. APV	5%	15%	40%	40%	100%
Multiples	11%	47%	21%	21%	100%
Rentabiliteitswaarde	44%	33%	17%	6%	100%
Intrinsieke waarde	71%	29%	0%	0%	100%

Als toelichting is onder andere gegeven:

“De uitkomsten van de DCF-methoden zijn leidend, maar ik vergelijk deze uitkomst wel met de Multiples en de Rentabiliteitswaarde.”

“DCF (o.g.v. WACC) wordt wel gebruikt voor public companies; Multiples voor prijstaxaties en de rentabiliteitswaarde als vereenvoudigde DCF in de restperiode.”

Kortingen voor zeggenschap en incurantheid

Voor dit onderdeel geldt de volgende instructie:

*Ga er in deze casus vanuit dat de B.V. twee aandeelhouders heeft en de achterblijvende aandeelhouder, na het kopen van de aandelen van de uittredende aandeelhouder, 100% aandeelhouder wordt.*

*Ga er vanuit dat u eerst de waarde van 100% van de aandelen heeft berekend en dat u bij deze berekening rekening heeft gehouden met de omvang (small firm premium) en incurantheid van 100% van de aandelen.*

De volgende vragen zijn gericht op de vraag of u vervolgens, bij het berekenen van de waarde van het aandelenpakket van de uittredende aandeelhouder, een additionele korting hanteert.

Vraag 7: past u een korting toe voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan het minderheidspakket, indien het aandelenpakket 25% van de aandelen omvat?

- a. Nee (48%)
- b. Ja (14%)
- c. Ligt eraan, namelijk: (38%)

Vraag 8: past u een korting toe voor incourantheid van het minderheidspakket, indien het aandelenpakket 25% van de aandelen omvat?

- a. Nee (80%)
- b. Ja (0%)
- c. Ligt eraan, namelijk: (20%)

Vraag 9: past u een korting toe voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan het aandelenpakket, indien het aandelenpakket 50% van de aandelen omvat?

- a. Nee (75%)
- b. Ja (5%)
- c. Ligt eraan, namelijk: (20%)

Vraag 10: past u een korting toe voor incourantheid van het aandelenpakket, indien het aandelenpakket 50% van de aandelen omvat?

- a. Nee (86%)
- b. Ja (0%)
- c. Ligt eraan, namelijk: (14%)

Vraag 11: stel u hanteert een korting voor de incourantheid van een aandelenpakket. Hoe verwerkt u een korting voor de incourantheid van een aandelenpakket in uw waardering?

- a. Ik pas de geprojecteerde cash flow aan (5%)
- b. Ik hanteer een additionele premie op de discount rate (10%)
- c. Ik corrigeer de uitkomst van de waardering vóór toepassing van de korting voor incourantheid van het aandelenpakket (67%)
- d. Anders, namelijk: (19%)

Vraag 12: stel u hanteert een korting voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan een aandelenpakket. Hoe verwerkt u een korting voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan het aandelenpakket in uw waardering?

- a. Ik pas de geprojecteerde cash flow aan (10%)
- b. Ik hanteer een additionele premie van de discount rate (5%)
- c. Ik corrigeer de uitkomst van de waardering vóór toepassing van de korting voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan het aandelenpakket (80%)
- d. Anders, namelijk: (5%)

Proces van waardebepaling in het kader van de blokkeringsregeling

Voor dit onderdeel geldt dezelfde casus als bij onderwerp 1 hierboven: twee aandeelhouders met elk een 50% aandelenbelang, 1 aandeelhouder treedt uit en dient eerst aan te bieden aan de andere aandeelhouder.

*U bent als onafhankelijk waarderingsdeskundige door beide aandeelhouders ingeschakeld om de prijs van het betreffende aandelenpakket vast te stellen.*

Vraag 13: met wie sluit u de opdrachtbrief (*engagement letter*) voor de waardering in het kader van de blokkeringsregeling?

- a. De vennootschap (5%)
- b. De aandeelhouders (43%)
- c. De vennootschap en de aandeelhouders gezamenlijk (52%)

Vraag 14: op informatie van welke partij baseert u de waardering in het kader van de blokkeringsregeling?

- a. Vennootschap (10%)
- b. Aandeelhouders (0%)
- c. Zowel de vennootschap als de aandeelhouders (90%)

Vraag 15: op welk moment past u 'hoor en wederhoor' toe? (meerdere antwoorden zijn mogelijk)

- a. Ik stel partijen in staat om te reageren op alle informatie die door de wederpartij is aangeleverd (35%)
- b. Op het moment dat ik deelanalyses heb uitgevoerd (bijv. analyse van historische resultaten, prognoses, disconteringsvoet) (13%)
- c. Pas op het moment dat ik een indicatieve waarderingsrange heb vastgesteld, stel ik partijen in de gelegenheid daarop te reageren (9%)

- 
- d. Bij het opstellen van het concept rapport (26%)  
e. Anders, namelijk: (17%)

“Gedurende het hele proces. Om het werkbaar te houden partijen niet op elkaar laten reageren. Cashflowverwachting is een belangrijke factor die in het hoor en wederhoor zeker tot uiting komt. Het conceptrapport leg ik ook aan beide partijen voor commentaar.”

#### *Observaties*

- 95% van de respondenten (43% plus 52%) sluit de opdrachtbrief (engagement letter) met hetzij de aandeelhouders of met de aandeelhouders en de vennootschap gezamenlijk.
- 90% van de respondenten baseert zich bij de waardering in het kader van de blokkeringsregeling op informatie van zowel de vennootschap als de aandeelhouders.
- Grote verdeeldheid bestaat over het principe ‘hoor en wederhoor’.
- Het overgrote deel van de respondenten (74%) wacht niet met het toepassen van hoor en wederhoor tot het uitbrengen van het concept rapport.

35% van de respondenten stelt partijen zelfs in staat om te reageren op alle uitgewisselde informatie.

#### Prijsvaststelling

Vraag 16: uw waarderingswerkzaamheden resulteren in een waarderingssrange. Hoe stelt u vervolgens de prijs vast?

- a. Ik kies het midden van de bandbreedte/waarderingsrange (25%)  
b. Ik pas bij de prijsvaststelling een weging toe op grond van de methoden en scenario's die ik gehanteerd heb (35%)  
c. Anders, namelijk: (40%)

“Indien er consensus bestaat over de FCF-forecast dan zou ik 1 waarderingssuitkomst willen en geen waarderingssrange.”

“Als de uitkomst van mijn opdracht een waarderange is, dan laat ik partijen gezamenlijk de prijs vaststellen.”

“Ik laat de weging aan de opdrachtgevers.”

“Als ik een waarde afgeef geef ik geen prijs. Dat is immers voorbehouden aan de onderhandelingen tussen koper en verkoper. In mijn waardering geef ik wel een duidelijke verantwoording van mijn uitgangspunten en de gevoeligheid van relevante waardebepalende factoren op de waarde van de onderneming.”

“Indien dit al mogelijk is, volledig op basis van specifieke omstandigheden en relevante factoren voor de betreffende casus.”

#### Prijsbepalingsregels en de blokkeringsregeling

De statutaire blokkeringsregeling is sinds de invoering van de Flex-BV niet langer verplicht en de aandeelhouders kunnen in de statuten een prijsbepalingsregeling opnemen.

Vraag 17: hoe vaak bent u sinds de invoering van de Flex-BV ingeschakeld voor het opstellen van een blokkeringsregeling?

- a. Ten opzichte van de situatie vóór de Flex-BV word ik vaker ingeschakeld om te adviseren over het opstellen van een blokkeringsregeling (6%)
- b. Ten opzichte van de situatie vóór de Flex-BV word ik minder vaak ingeschakeld om te adviseren over het opstellen van een blokkeringsregeling (6%)
- c. Ten opzichte van de situatie vóór de Flex-BV word ik even vaak ingeschakeld om te adviseren over het opstellen van een blokkeringsregeling (71%)
- d. Anders, namelijk: (17%)

Vraag 18: geef aan wat u het voordeel vindt van een prijsbepalingsformule? (meerdere antwoorden zijn mogelijk)

- a. Efficiency (m.b.t. snelheid en kosten) (32%)
- b. Transparantie (16%)
- c. Preventie van discussies tussen verschillende aandeelhouders m.b.t. de waardering en de aangeleverde informatie (36%)
- d. Zekerheid m.b.t. de waarderingsuitkomst (4%)
- e. Anders, namelijk: (12%)

Ter toelichting bij alternatief e. werd onder andere aangegeven:

“Geen. Ik ben geen voorstander.”

Vraag 19: geef aan wat u het nadeel vindt van een prijsbepalingsformule? (meerdere antwoorden zijn mogelijk)

- a. De uitkomst van de prijsbepalingsformule zal veelal afwijken van de waarde van het aandelenpakket (20%)
- b. De prijsbepalingsformule laat altijd ruimte voor discussie (12%)
- c. Er doen zich altijd omstandigheden voor die niet worden meegewogen in de berekening (52%)
- d. Anders, namelijk: (16%)

Vraag 20: stel dat partijen in de statuten een prijsbepalingsformule overeen zijn gekomen. Bent u van mening dat deze prijsbepalingsformule volledig mechanisch kan worden toegepast (zodat de partijen zelfstandig de prijs kunnen berekenen) of dient de prijsvaststelling alsnog door een waarderingsdeskundige te worden uitgevoerd?

- a. Voor de prijsvaststelling hoeft geen waarderingsdeskundige te worden ingeschakeld (6,25%)
- b. Voor de prijsvaststelling moet altijd een waarderingsdeskundige worden ingeschakeld (62,5%)
- c. Anders, namelijk: (31,25%)

“Het staat de aandeelhouders vrij om zelf de prijs te berekenen. Het zou verstandig zijn om alsnog een deskundige deze prijs te laten beoordelen.”

“Mijn mening is dat antwoord a. van toepassing zou moeten zijn, dan realiseer je namelijk de eerder genoemde voordelen. In de praktijk blijkt echter vaak dat partijen de formule toch anders interpreteren waardoor er dan toch weer deskundigen nodig zijn.”

“Afhankelijk van de formule. Als er subjectieve elementen in de formule zitten dan kan het noodzakelijk zijn om een onafhankelijk partij in te schakelen.

“Een waarderingsdeskundige is noodzaak, maar de deskundige zal de opdracht moeten weigeren als de formule onzinnig is en hij er toch aan wordt gehouden.”

“Betrekken van een deskundige is altijd van belang om partijen goed te informeren omdat deze (over het algemeen) weinig ervaring/inzicht hebben in deze processen”

“Dit ligt aan de complexiteit en de formulering in de overeenkomst.”



“Je kunt er volledig naast zitten wanneer je mechanisch een formule toepast.”

“Deskundige nodig i.v.m. eventuele normalisaties, beoordeling cash/werkkapitaal.”

### **13.2 Hoofdstuk 4, Annex B: enquête waardebepaling en de blokkeringsregeling**

Hieronder is de verstuurde enquête (exclusief de tekstvlakken waarin een toelichting op de antwoorden kon worden opgenomen) weergegeven.

*Geachte heer/mevrouw,*

Per 1 oktober 2012 heeft er een wetswijziging plaatsgevonden (de invoering van de zogenoemde Flex-B.V.) als gevolg waarvan o.a. de statutaire blokkeringsregeling niet langer verplicht is. Indien in de statuten echter niets anders wordt geregeld, is het wettelijk uitgangspunt dat aandelen in een B.V. onderworpen zijn aan een blokkeringsregeling in de vorm van een aanbiedingsplicht.

Dit houdt in dat een aandeelhouder, voordat hij zijn aandelen wil overdragen, zijn aandelen eerst moet aanbieden aan zijn mede-aandeelhouder(s). De overdragende aandeelhouder ontvangt daarbij, indien hij dit verlangt, een prijs voor zijn aandelen, gelijk aan de waarde daarvan, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen.

In de nieuwe wetgeving is het daarnaast mogelijk dat de statuten kunnen voorzien in een van deze waardering afwijkende prijsbepalingsregeling. Over de vorm en inhoud van zo'n prijsbepalingsregeling wordt in de wet niets vermeld. Een prijsbepalingsregeling kan niet tegen de wil van de aandeelhouder worden opgelegd; alle aandeelhouders moeten dus met zo'n prijsbepalingsformule instemmen.

Met deze enquête beoog ik inzicht te krijgen in de volgende twee onderwerpen:

1. De waarderingsdilemma's in het kader van de blokkeringsregeling; en
2. De prijsbepalingsregeling in het kader van de blokkeringsregeling.

Ik zou u zeer dankbaar zijn als u deze enquête binnen 14 dagen zou willen invullen.

Alvast hartelijk dank voor uw medewerking.

Met vriendelijke groet,  
Sebastiaan van den Berg

### **ONDERDEEL 1 – WAARDERINGSDILEMMA's M.B.T. DE BLOKKERINGSREGELING**

*Dit onderdeel bestaat uit vijf onderwerpen: (I) waardemaatstaven, (II) waarderingmethoden, (III) kortingen voor zeggenschap en incourantheid, (IV) proces van waardebepaling en (V) prijsvaststelling.*

Waardemaatstaven

*Ga bij de beantwoording van de vragen van dit onderdeel uit van de volgende casus:*

*Een B.V. heeft twee aandeelhouders met elk een 50% aandelenbelang. De ene aandeelhouder wenst uit te treden en dient, op grond van de in deze casus geldende blokkeringsregeling, de aandelen eerst aan te bieden aan de andere aandeelhouder.*

*U bent als onafhankelijk waarderingsdeskundige door beide aandeelhouders ingeschakeld om de prijs van het betreffende aandelenpakket vast te stellen. Voor de volledigheid: het gaat hier dus niet om een situatie waarin u partijdeskundige bent of bent benoemd door de rechtbank als deskundige.*

Vraag 1: de blokkeringsregeling geeft aan dat de “waarde” dient vast te worden gesteld. Welke waardemaatstaven hanteert u in zo’n situatie?

- a. Waarde van de aandelen in de “as is” situatie (onder een going concern stand-alone gedachte)
- b. Waarde voor de andere, overnemende aandeelhouder (met inbegrip van de mogelijke beleidswijzigingen die hij vervolgens kan doorvoeren)
- c. Waarde die een derde (strategische) partij aan het aandelenpakket zou kunnen toekennen (de waarde in het economisch verkeer/“fair market value”)
- d. Anders, namelijk: \_\_\_\_\_

Vraag 2: stel dat de uitkomst op grond van de maatstaven onder vraag 1a ("as is") of 1b ("waarde voor overnemende mede-aandeelhouder") hoger is dan de waarde onder 1c ("waarde economisch verkeer"). Welke maatstaf gebruikt u dan?

- a. De uitkomst van de waarde zoals berekend onder vraag 1a ("as is") of 1b ("waarde voor overnemende mede-aandeelhouder")
- b. De uitkomst van de waarde zoals berekend onder vraag 1c ("waarde economisch verkeer")

Vraag 3: stel dat de uitkomst op grond van de maatstaven onder vraag 1a ("as is") of 1b ("waarde voor overnemende mede-aandeelhouder") lager is dan de waarde onder 1c ("waarde economisch verkeer"). Welke maatstaf gebruikt u dan?

- a. De uitkomst van de waarde zoals berekend onder vraag 1a ("as is") of 1b ("waarde voor overnemende mede-aandeelhouder")
- b. De uitkomst van de waarde zoals berekend onder vraag 1c ("waarde economisch verkeer")

Vraag 4: houdt u voor de waardering van de aandelen rekening met biedingen van derden?

- a. Ja
- b. Nee
- c. Ligt eraan, namelijk: \_\_\_\_\_

*Stel dat u gedurende het waarderingsproces indicaties krijgt dat de kopende aandeelhouder de aandelen na overdracht binnen afzienbare tijd aan een derde strategische partij kan verkopen.*

Vraag 5: wat doet u in zo'n situatie?

- a. Deze informatie valt buiten de opdracht om de waarde vast te stellen en dus houd ik er geen rekening mee
- b. Ik formuleer een anti-speculatiebeding in mijn advies. Een anti-speculatiebeding is een bepaling die inhoudt dat de overdrachtprijs dient te worden gecorrigeerd indien de aandelen binnen een bepaalde periode worden overgedragen aan een derde partij
- c. Ik houd op andere wijze rekening met deze informatie, namelijk: \_\_\_\_\_

**Waarderingsmethoden**

*Voor deze vraag geldt dezelfde casus als bij onderwerp I hierboven (i.e. twee aandeelhouders met elk een 50% aandelenbelang, 1 aandeelhouder treedt uit en dient eerst aan te bieden aan de andere aandeelhouder).*

Vraag 6: welke waarderingsmethode hanteert u voor deze waardering?

	nooit:	soms:	meestal:	altijd:
a. DCF-methode (d.m.v. een WACC)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
b. DCF-methode (d.m.v. een APV)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
c. Multiples-waardering	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
d. Rentabiliteitsmethode	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
e. Intrinsieke waarde	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
f. Anders, namelijk:				

**Kortingen voor zeggenschap en incourantheid**

*Ga er in deze casus vanuit dat de B.V. twee aandeelhouders heeft en de achterblijvende aandeelhouder, na het kopen van de aandelen van de uittredende aandeelhouder, 100% aandeelhouder wordt.*

*Ga er vanuit dat u eerst de waarde van 100% van de aandelen heeft berekend en dat u bij deze berekening rekening heeft gehouden met de omvang (small firm premium) en incourantheid van 100% van de aandelen.*

*De volgende vragen zijn gericht op de vraag of u vervolgens, bij het berekenen van de waarde van het aandelenpakket van de uittredende aandeelhouder, een additionele korting hanteert.*

Vraag 7: past u een korting toe voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan het minderheidspakket, indien het aandelenpakket **25%** van de aandelen omvat?

- Nee
- Ja, gemiddeld genomen bedraagt de korting: procent
- Ligt eraan, namelijk: \_\_\_\_\_

Vraag 8: past u een *korting* toe voor incourantheid van het minderheids-pakket, indien het aandelenpakket **25%** van de aandelen omvat?

- a. Nee
- b. Ja, gemiddeld genomen bedraagt de korting: procent
- c. Ligt eraan, namelijk: \_\_\_\_\_

Vraag 9: past u een *korting* toe voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan het aandelenpakket, indien het aandelenpakket **50%** van de aandelen omvat?

- a. Nee
- b. Ja, gemiddeld genomen bedraagt de korting: procent
- c. Ligt eraan, namelijk: \_\_\_\_\_

Vraag 10: past u een *korting* toe voor incourantheid van het aandelenpakket, indien het aandelenpakket **50%** van de aandelen omvat?

- a. Nee
- b. Ja, gemiddeld genomen bedraagt de korting: procent
- c. Ligt eraan, namelijk: \_\_\_\_\_

Vraag 11: stel u hanteert een korting voor de incourantheid van een aandelenpakket. Hoe verwerkt u een korting voor de incourantheid van een aandelenpakket in uw waardering?

- d. Ik pas de geprojecteerde cash flow aan
- e. Ik hanteer een additionele premie op de discount rate
- f. Via een correctie op de uitkomst van de waardering vóór toepassing van de korting voor incourantheid van het aandelenpakket
- g. Anders, namelijk: \_\_\_\_\_

Vraag 12: stel u hanteert een korting voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan een aandelenpakket. Hoe verwerkt u een korting voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan het aandelenpakket in uw waardering?

- a. Ik pas de geprojecteerde cash flow aan
- b. Ik hanteer een additionele premie van de discount rate
- c. Ik corrigeer de uitkomst van de waardering vóór toepassing van de korting voor het gebrek aan zeggenschap verbonden aan het aandelenpakket
- d. Anders, namelijk: \_\_\_\_\_

**Proces van waardebepaling bij de blokkeringsregeling**

*Voor dit onderdeel geldt dat de casus hetzelfde is als onder onderdeel I. (i.e. twee aandeelhouders met elk een 50% aandelenbelang, 1 aandeelhouder treedt uit en dient eerst aan te bieden aan de andere aandeelhouder).*

*U bent als onafhankelijk waarderingsdeskundige door beide aandeelhouders ingeschakeld om de prijs van het betreffende aandelenpakket vast te stellen.*

Vraag 13: met wie sluit u de opdrachtbrief (*engagement letter*) voor de waardering in het kader van de blokkeringsregeling?

- a. De vennootschap
- b. De aandeelhouders
- c. De vennootschap en de aandeelhouders gezamenlijk

Vraag 14: op informatie van welke partij baseert u de waardering in het kader van de blokkeringsregeling?

- a. Vennootschap
- b. Aandeelhouders
- c. Zowel de vennootschap als de aandeelhouders

Vraag 15: op welk moment past u 'hoor en wederhoor' toe? (meerdere antwoorden zijn mogelijk)

- a. Ik stel partijen in staat om te reageren op alle informatie die door de wederpartij is aangeleverd
- b. Op het moment dat ik deelanalyses heb uitgevoerd (bijv. analyse van historische resultaten, prognoses, disconteringsvoet)
- c. Pas op het moment dat ik een indicatieve waarderingsrange heb vastgesteld, stel ik partijen in de gelegenheid daarop te reageren
- d. Bij het opstellen van het concept rapport
- e. Anders, namelijk: \_\_\_\_\_

**Prijsvaststelling**

*Uw waarderingswerkzaamheden resulteren in een waarderingsrange.*

Vraag 16: hoe stelt u vervolgens de prijs vast?

- a. Ik kies het midden van de bandbreedte/waarderingsrange
- b. Ik pas bij de prijsvaststelling een weging toe op grond van de methoden en scenario's die ik gehanteerd heb
- c. Anders, namelijk: \_\_\_\_\_

---

**ONDERDEEL 2: PRIJSBEPALINGSREGELING EN DE  
BLOKKERINGSREGELING**

De statutaire blokkeringsregeling is sinds de invoering van de Flex-B.V. niet langer verplicht en de aandeelhouders kunnen in de statuten een prijsbepalingsregeling opnemen.

Vraag 17: hoe vaak bent u sinds de invoering van de Flex-B.V. ingeschakeld in het kader van het opstellen van een blokkeringsregeling?

- a. Ten opzichte van de situatie vóór de Flex-B.V. word ik vaker ingeschakeld om te adviseren over het opstellen van een blokkeringsregeling
- b. Ten opzichte van de situatie vóór de Flex-B.V. word ik minder vaak ingeschakeld om te adviseren over het opstellen van een blokkeringsregeling
- c. Ten opzichte van de situatie vóór de Flex-B.V. word ik even vaak ingeschakeld om te adviseren over het opstellen van een blokkeringsregeling
- d. Anders, namelijk: \_\_\_\_\_

Vraag 18: geef aan wat u het voordeel vindt van een prijsbepalingsformule? (meerdere antwoorden zijn mogelijk)

- a. Efficiency (m.b.t. snelheid en kosten)
- b. Transparantie
- c. Preventie van discussies tussen verschillende aandeelhouders m.b.t. de waardering en de aangeleverde informatie
- d. Zekerheid m.b.t. de waarderingsuitkomst
- e. Anders, namelijk:

Vraag 19: geef aan wat u het nadeel vindt van een prijsbepalingsformule? (meerdere antwoorden zijn mogelijk)

- a. De uitkomst van de prijsbepalingsformule zal veelal afwijken van de waarde van het aandelenpakket
- b. De prijsbepalingsformule laat altijd ruimte voor discussie
- c. Er doen zich altijd omstandigheden voor die niet worden meegewogen in de berekening
- d. Anders, namelijk: \_\_\_\_\_

*Stel dat partijen in de statuten een prijsbepalingsformule overeen zijn gekomen.*

Vraag 20: bent u van mening dat deze prijsbepalingsformule volledig mechanisch kan worden toegepast (zodat de partijen zelfstandig de prijs kunnen berekenen) of dient de prijsvaststelling alsnog door een waarderingsdeskundige te worden uitgevoerd?

- a. Voor de prijsvaststelling hoeft geen waarderingsdeskundige te worden ingeschakeld
- b. Voor de prijsvaststelling moet altijd een waarderingsdeskundige worden ingeschakeld
- c. Anders, namelijk: \_\_\_\_\_

EINDE ENQUETE

DANK VOOR UW MEDEWERKING

### 13.3 Hoofdstuk 4, Annex C: overzicht onderzoeksgroep

	Naam	Voorletters	Bedrijf	Plaats
Geregistreerd/lid bij het Nederlands Instituut voor Register Valuers				71
1	Beckand Verwee	M.A.Y.C.	Business inVentures B.V.	Zoetermeer
2	Becx	R.H.P.M.	HLB Van Daal & Partners N.V.	Tilburg
3	Bekkema	P.H.	Ten Kate & Huizinga Accountants en Belastingadviseurs	Wolvega
4	Beltman	T.T.	Markmlink Fusies & Overnames B.V.	Gouda
5	Bisschop	H.	Meeuwsen Ten Hoopen Accountants B.V.	Meppel
6	Blok, de	P.	RSM Kooij+ Partners.	Utrecht
7	Boer, den	A.	Van Oers Corporate Finance B.V.	Breda
8	Knevels	J.	Van Oers Corporate Finance B.V.	Breda



9	Boertien	F.M.P.	EY Transaction Advisory Services	Zwolle
10	Borrie	H.	Borrie Accountants B.V.	Rotterdam
11	Bove	A.	Present Value Corporate Finance	Amersfoort
12	Boxtel, van	R.G.J.P.	ABAB Corporate Finance B.V.	Breda
13	Brake, te	W.H.	PricewaterhouseCoopers	Rotterdam
14	Bree, van de	A.C.	Elysee Corporate Finance	Veenendaal
15	Bruggen, van	R.A.	RSM Evaluant B.V.	Haarlem
16	Bruijn, de	A.R.P.	Hoek en Blok Corporate Finance	Barendrecht
17	Buijsrogge	P.P.C.	BrightOrangeTalanton	Houten
18	Dekker	M.	RSM Evaluant B.V.	Haarlem
19	Denneboom	C.	De Hooge Waerder Corporate Finance	Beverwijk
20	Dijk van	R.T.E.	PKFWallast	Delft
21	Dobbe	A.J.	HLB Schippers Accountants Fiscalisten Juristen	Alkmaar
22	Ee, van	F.	Alfa Fusies en Overnames B.V.	Nijkerk
23	Frijns RA	A.H.J.	RSM Wehrens, Mennen & de Vries Accountants N.V.	Maastricht
24	Gaalen, van	A.J.B.M.	Crowe Horwath Corporate Finance	Nijmegen
25	Geer, van der	W.C.	Wil van der Geer, Accountant en Adviseur	Lisse
26	Geurts	J.A.M.	Aeternus	Venlo
27	Geus, de	K.W.	De Geus Financiële Expertise B.V.	Ridderkerk
28	Hertog, den	P.	Grant Thornton Specialist Advisory Services	Rotterdam
29	Hoiting	P.	Sman Register Valuators	Zaandijk
30	Hout, van der	H.O.A.	JBR Organisatie-adviseurs bv	Zeist
31	Jámbor	D.J.	Taurus Corporate Finance	Eibergen
32	Jansen	S.A.	Horwath de Zeeuw & de Keizer Corporate Finance	Nijmegen

Hoofdstuk 13

33	Jetten	J.M.	Aeternus B.V.	Venlo
34	Jonge, de	G.H.P.	De Jonge Accountants	Waalwijk
35	Kleine	R.A.	RSM Nieve Lancée Evaluant	Haarlem
36	Knevels	J.F.H.M.	Van Oers Corporate Finance B.V.	Breda
37	Kruijt	R.	E-Valuation Bedrijfswaarderingen	Abcoude
38	Kuipers	F.A.J.	AenF Partners B.V.	Utrecht
39	Laan, van der	M.J.A.	VANDERLAANGROEP value	Purmerend
40	Ligtenberg	A.H.M.	Ligtenberg Advies & Bemiddeling BV	Bavel
41	Lippens	B.P.H.	Ernst & Young Transaction Advisory Services	Eindhoven
42	Lomeijer	B.	Steens & Partners Accountants en Adviseurs	Rotterdam
43	Maassen	U.H.A.	Trigentis BV	Maastricht
44	Meerkerk	C.F.	Meer-Waerde	Meerkerk
45	Melenhorst	M.J.J.	Nijhof Groep Accountants & Belastingadviseurs	Lochem
46	Molenaar	C.	Extendum Corporate Finance BV	Drachten
47	Oldenbeuving	M.	ValueWise B.V.	Zwolle
48	Pas, van de	H.C.M.	Match Plan Corporate Finance B.V.	Den Haag
49	Peeters	R.L.R.	Ernst & Young Accountants LLP	Eindhoven
50	Peters	D.	van Baerle Newbolt B.V.	Weert
51	Poortvliet	P.C.H.	DRV Corporate Finance	Goes
52	Prein	G.P.	G.P. Prein Advies BV; Wingman Business Valuators B.V.	Amsterdam
53	Rog	M.	Nederhof & Partners B.V.	Den Haag
54	Rooij, van	J.W.M.	Finwire B.V.	Breda
55	Rooijackers	M.A.J.G.	Baker Tilly Berk N.V.	Eindhoven
56	Rotscheid	G.	Boon Accountants Belastingadviseurs	Apeldoorn

57	Ruijgrok	F.J.	DB&S B.V.	Capelle aan den IJssel
58	Slobbe	A.H.	Verhoff	Noordwijk
59	Sman	R.	Sman Register Valuers	Zaandijk
60	Smidt	E.K.	Match Plan Corporate Finance	Tilburg
61	Smits	L.W.M.	Coralis overname consultants	Baarn
62	Veer, van der	W.J.	Smits van den Broek	Weert
63	Guido	J.	Grant Thornton	Alphen a/d Rijn
64	Vliet, van	W.	Van Ree Finance Consultants B.V.	Doorn
65	Voet	R.J.	Maasdael Corporate Finance B.V.	Rotterdam
66	Vonk-Baaij	A.M.C.	KPMG Accountants N.V.	De Meern
67	Vries, de	T.	ProMissie Bedrijfsoverdracht B.V.	Gorinchem
68	Vries, de	C.M.	Value Drivers Corporate Finance	Rotterdam
69	Warmelink	R.	Corpora Valere	Dalfsen
70	Wit, de	J.M.	Talanton Corporate Finance B.V.	Houten
71	Zuiderveld	W.H.E.	Factor Bedrijfsovernames B.V.	Almelo
Geregistreerd bij het Landelijk Register van Gerechtelijke deskundigen (met als vakgebied: aandelenwaarderingen)				24
1	Bouma	Y.G.L.	De Valck dealmakers	Drachten
2	Bouman	J.	Mazars Berenschot Corporate Finance (MBCF Valuation)	Amsterdam
3	Briggeman-Mol	G .J. J.	dga-assist	Nieuwekerk a/d IJssel
4	Broekema	M.J.R.	MAB Fusie en Overname B. V.	Alkmaar

Hoofdstuk 13

5	Goeijen, de	M.J.	Quentia Corporate Finance B.V.	Harderwijk
6	Groeneveld	J.G.	Wingman Business Valuators B.V.	Breda
7	Hassink	H.J.M.	Hassink & Hoffman Adviespartners B.V.	Den Bosch
8	Hermans	G.A.J.	Advanced Consulting & Management B.V.	Sas van Gent
9	Hermse	M.	DB&S B.V.	Capelle
10	Holdrinet	G.J.A.M.	BrightOrangeTalanton	Houten
11	Hoogdalem, van	L.	BrightOrangeTalanton	Amsterdam
12	Hoogeveen	P.G.	2BeSure Business Valuators	Beverwijk
13	Jonge, de	J.P.	ESJ Accounting & Belastingen B.V.	Bergen op Zoom
14	Kuijpers	H.J.W.M.	Bol Corporate Finance B.V.	Boxmeer
15	Lankester	E.R.	Boringa & Lankester registeraccountants	Nieuwveen
16	Massart	I.J.J.	Wingman Business Valuators B.V.	Breda
17	Morssink	F.J.M.	Baker Tilly Berk Corporate Finance	Utrecht
18	Noordhuis	J.	Van der Veen & Kromhout Registeraccountants	Drachten
19	Rooijackers	G.	Sman Register Valuators	Zaandijk
20	Slopsema	G.	Solid Valuation	Beilen
21	Spaendonck, van	Ph.M.	Van Spaendonck & Partners B.V.	Den Bosch
22	Sparrius	A.B.	Business Value B.V.	Utrecht
23	Vis	J.	Talanton Corporate Finance B.V.	Houten
24	Zantboer	C.J.M.	Zantboer & Partners B.V.	Rotterdam
Consultants/accountantskantoren				18
1	Wierik, te	J.	BDO	N/A
2	Bregonje	A.	Duff & Phelps B.V.	N/A
3	Oosterhout	H.	Duff & Phelps B.V.	N/A

4	Snel	J.J.	Duff & Phelps B.V.	N/A
5	Rijn, van	D.	Ernst & Young	N/A
6	Geest, van der	J.	Ernst & Young	N/A
7	Slump	K.W.	Ernst & Young	N/A
8	Veerman	W.	Ernst & Young	N/A
9	Groenendijk	M.	KPMG	N/A
10	Steeg, ter	R.	Mazars Berenschot Corporate Finance B.V.	N/A
11	Lange, de	F.	PwC	N/A
12	Booij	M.	PwC	N/A
13	Heerkens	J.	PhiDelphi Corporate Finance	N/A
14	Servellen, van	F.	PhiDelphi Corporate Finance	N/A
15	Wal, van der	J.	Deloitte	N/A
16	Constantinou	C.	Ernst & Young	N/A
17	Weimer	J.	KPMG Advisory N.V.	N/A
18	Notenboom	T.	Mazars	N/A

### 13.4 Hoofdstuk 6, Annex A: twee praktijkvoorbeelden van de liquidatie-analyse in Chapter 11

Onder verwijzing naar paragraaf 5.3 ga ik ter illustratie van de liquidatie-analyse voor de best interest of creditors test in op twee praktijkvoorbeelden: *WorldCom Inc.* (2003) en *Calpine Corporation* (2007). Uit deze voorbeelden blijkt dat de liquidatie-analyse in Chapter 11 zowel de verkoop van de (gedeeltelijke) onderneming als een piecemeal verkoop van activa kan inhouden.

#### 13.4.1 *WorldCom Inc.* (2003): *piecemeal verkoop van activa*

Bij de omvangrijke Chapter 11 procedure van WorldCom is ter uitvoering van de best interest of creditors test een *liquidation analysis* gemaakt. Deze analyse maakt onderdeel uit van de 224 pagina's tellende *disclosure statement*, hetgeen noodzakelijk is voor de informatieverstopping aan vermogensverschaffers.<sup>3</sup> Zoals weergegeven houdt de best interest of

3 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code § 1125 (*Postpetition disclosure and solicitation*).

creditors in dat de vermogenspositie van elke vermogensverschaffer niet slechter wordt dan bij vereffening onder Chapter 7 van de U.S. Bankruptcy Code.<sup>4</sup> Chapter 7 geeft geen verdere aanwijzing over de betekenis van de liquidatiewaarde.<sup>5</sup> In de disclosure statement van WorldCom wordt weergegeven dat de liquidatieanalyse is gebaseerd op de veronderstelling dat de periode waarin geliquideerd wordt met het oog op een ordentelijke *wind-down* tenminste 12 maanden bedraagt.<sup>6</sup> Er is sprake van een gecontroleerde ontmanteling van de onderneming door verkoop van de assets.<sup>7</sup> Na een verdere uiteenzetting van de veronderstellingen, volgt uiteindelijk de tabel waar de analyse om draait:<sup>8</sup>

Estimated Liquidation Proceeds—WorldCom Debtors

	Projected Book Value as of 9/1/03 <sup>a</sup>	Recovery Percent	Estimated Recovery Proceeds
	(\$ in millions)		
<b>Proceeds from Liquidation</b>			
Cash and cash equivalents <sup>b</sup> .....	\$ 3,887	100.0%	\$ 3,887
Accounts receivable, net <sup>c</sup> .....	3,996	23.4%	935
Other current assets <sup>d</sup> .....	664	3.5%	23
Property, plant and equipment, net <sup>e</sup> .....	5,658	16.4%	930
Other long term assets <sup>f</sup> .....	1,589	9.0%	143
Proceeds from non-debtor subsidiaries <sup>g</sup> .....	—	—	25
Gross liquidation proceeds .....	\$15,794		\$ 5,943

Per actief wordt geschat wat de verwachte *recovery rate* is. Voor kasgeld wordt 100% geschat. De recovery rate van de *account receivable* is geschat op grond van een analyse van de inbaarheid van uitstaande vorderingen. Bij *property, plant and equipment* (“PP&E”) is de recovery rate gebaseerd op het gedwongen karakter van de beëindiging van de onderneming, waarbij

4 Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code §1129(a)(7)(A)(ii).

5 T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986, p. 215, voetnoot 19.

6 WorldCom’s disclosure statement pursuant to section 1125 of the Bankruptcy Code, 23 mei 2003, p. 77: “The Chapter 7 liquidation period is assumed to be a period of at least twelve months, allowing for, among other things, the discontinuation and wind-down of operations within the first few months, compliance with applicable regulatory requirements, the sale of assets and the collection of receivables.”

7 Vgl. WorldCom’s disclosure statement pursuant to section 1125 of the Bankruptcy Code, Exhibit E-1: “The liquidation period would allow for the collection of receivables, sale of assets, and wind-down of daily operations.”

8 WorldCom’s disclosure statement pursuant to section 1125 of the Bankruptcy Code, E-3.

onder andere rekening wordt gehouden met het feit dat de machines technisch tot stilstand moeten worden gebracht of anderszins gereed moesten worden gemaakt voor verkoop.<sup>9</sup>

Bij de liquidatieanalyse van de vaste activa is dus rekening gehouden met de aard van de verkoop. Die aard houdt in dat activa gedwongen wordt verkocht,<sup>10</sup> ook al zou de ontmanteling over een periode van ongeveer 12 maanden plaatsvinden. De liquidatieanalyse leidde tot een waardering van USD 5,9 miljard. Ter vergelijking: de geschatte reorganisatiewaarde bedroeg USD 12 miljard.<sup>11</sup>

#### 13.4.2 Calpine Corporation (2007): going concern liquidation

Ook bij de omvangrijke Chapter 11 procedure van Calpine Corporation, “America’s Premier Competitive Power Company”,<sup>12</sup> is ter uitvoering van de best interest of creditors test een liquidation analysis gemaakt. De reden waarom ik ook deze analyse noem is omdat die inzicht biedt in een liquidatieanalyse die valt in de andere hierboven genoemde categorie: de verkoop van de onderneming (onder een going concern veronderstelling). Het uitgangspunt van de analyse is als volgt:

##### *“3. Going-Concern Liquidation of Power Assets*

*The Liquidation Analysis assumes that the Trustee will attempt to maximize recoveries for Creditors by continuing to operate the Power Assets during the chapter 7 liquidation and then selling each Power Asset (along with any related assets) as going-concerns, (...).”<sup>13</sup>*

9 WorldCom’s disclosure statement pursuant to section 1125 of the Bankruptcy Code, E-5.

10 N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016, § 3.4.2.3.

11 WorldCom’s disclosure statement pursuant to section 1125 of the Bankruptcy Code, p. 86: “The estimated range of reorganization value of the Reorganized Debtors was assumed to be approximately \$10.5 billion to \$13.5 billion (with a mid-point estimate of \$12.0 billion) as of an assumed Effective Date of September 1, 2003.”

12 [www.calpine.com](http://www.calpine.com).

13 Calpine Liquidation Analysis, Exhibit 11, p. 2: “If the Power Assets’ cash flows or estimated sale proceeds fall below estimates, however, the Trustee may not have sufficient funds to operate the Debtors’ business for long enough to conduct an orderly liquidation and instead may have to engage in distressed sales of the Power Assets. The amount of proceeds realized in such distressed sales likely would be materially lower than those assumed in the Liquidation Analysis.”

De tabel met liquidatiewaarden ziet er als volgt uit:<sup>14</sup>

<u>CALPINE LIQUIDATION ANALYSIS</u>					
Notes			Value		Recovery
1		Claim Amount	Low	High	Low High
1	Power Plant Liquidation Value		\$10,067	\$12,206	
2	CES Liquidation Value		518	518	
3	Cash and Equivalents		1,577	1,577	
	<b>Gross Liquidation Proceeds Available for Distribution</b>		<b>\$12,162</b>	<b>\$14,301</b>	

Voor de “Power Plant Liquidation Value” zijn de verwachte kasstromen berekend en is niet uitgegaan van de boekwaarden van de PP&E van Calpine.<sup>15</sup> De liquidatiewaarde werd geschat op USD 12,2 – 14,3 miljard en de reorganisatiewaarde op USD 18,95 miljard.<sup>16</sup>

<sup>14</sup> Calpine Liquidation Analysis, Exhibit 11, p. 5.

<sup>15</sup> Calpine Liquidation Analysis, Exhibit 11, p. 6. Zie verder over dit onderscheid: A. Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., 2006, 2<sup>e</sup> druk, p. 143-144.

<sup>16</sup> *In Re Calpine Corp.*, 390 B.R. 508 (S.D.N.Y. 2008).



## JURISPRUDENTIEREGISTER

### Nederlandse jurisprudentie

#### *Rechtbanken*

Rb Breda 15 november 1994, KG 1995, 21  
Rb Almelo 4 februari 1998, *JOR* 1998/66  
Rb Utrecht 24 augustus 2005, *JOR* 2006/134  
Rb Dordrecht 6 juni 2007, *JOR* 2007/220  
Rb Zwolle-Lelystad 21 april 2008, *RI* 2008/59  
Rb Zwolle-Lelystad 1 april 2009, ECLI:NL:RBZLY:2009:BL9775  
Rb Amsterdam 8 april 2009, ECLI:NL:RBAMS:2009:BI1399  
Rb Amsterdam 10 september 2009, *JOR* 2009/340  
Rb Breda 28 maart 2011, LJN: BQ1324  
Rb Roermond 6 juli 2011, *JOR* 2011/284  
Rb Amsterdam 23 augustus 2012, LJN: BY1439  
Rb Amsterdam 27 november 2012, ECLI:NL:RBAMS:2012:BY4260  
Rb Rotterdam 6 februari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ2691  
Rb Gelderland (Arnhem) 14 februari 2014, ECLI:NL:RBGEL:2014:2894  
Rb Rotterdam 26 februari 2014, ECLI:NL:RBROT:2014:1926  
Gerecht in Eerste Aanleg van Sint Maarten 12 augustus 2014, *JOR* 2014/284  
Rb Oost-Brabant 5 november 2014, *JOR* 2015/120, *RI* 2015/20  
Rb Noord-Holland 20 januari 2015, ECLI:NL:RBNHO:2015:260  
Rb Amsterdam 30 januari 2015, *JOR* 2015/158  
Rb Overijssel, 28 juli 2015, ECLI:NL:RBOVE:2015:3589, *JOR* 2015/283  
Rb Oost-Brabant (vzr.) 10 september 2015, *JOR* 2015/244  
Rb Midden-Nederland 24 februari 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:954, *JOR* 2016/147  
Rb Oost-Brabant 29 april 2016, *RI* 2016/79  
Rb Amsterdam 4 mei 2016, *JOR* 2016/327  
Rb Amsterdam 28 december 2016, *JOR* 2017/124  
Rb Noord-Holland, 24 mei 2017, ECLI:NL:RBNHO:2017:4274, *JOR* 2017/313  
Rb Noord-Holland 12 oktober 2017, *JOR* 2017/338

*Gerechtshoven*

Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 25 april 1991, NJ 1991/620  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 20 juni 1991, NJ 1991/621  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 19 november 1998, JOR 1999/138  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 juli 1999, JOR 1999/198  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 18 november 1999, JOR 1999/254  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 9 december 1999, JOR 2000/32  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 13 april 2000, JOR 2000/168  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 22 juni 2000, JOR 2000/169  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 juni 2000, JOR 2000/170  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 13 februari 2003, JOR 2003/86  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 april 2003, JOR 2003/144  
Gerechtshof Leeuwarden 5 november 2004, ECLI:NL:GHLEE:2004:AR5308  
Gerechtshof Arnhem 11 januari 2005, ECLI:NL:GHARN:2005:AT7490  
Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 21 juli 2006, ECLI:NL:GHLEE:2006:AY4796  
Gerechtshof Leeuwarden 21 juli 2006, ECLI:NL:GHLEE:2006:AY4796  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 20 december 2007, JOR 2008/36  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 juli 2008, JOR 2008/197  
Gerechtshof 's-Gravenhage 16 september 2008, JOR 2009/169  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 oktober 2008, JOR 2008/333  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 23 oktober 2008, JOR 2008/334  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, JOR 2010/96  
Gerechtshof 's-Hertogenbosch 10 juni 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ0473, JOR 2010/258  
Gerechtshof 's-Gravenhage 14 juni 2011, LJN BR3775  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 21 februari 2012, ARO 2012/35

Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 19 juni 2012, *JOR* 2012/250  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 26 juni 2012, *ARO* 2012/106  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 4 december 2012, *ARO* 2013/17  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 mei 2013, *JIN* 2013/71  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 11 juli 2013, *JOR* 2013/250  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 8 april 2014, *JOR* 2014/163  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 juli 2015, *JOR* 2015/234  
Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 21 juli 2015, *JOR* 2015/317  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 juli 2015  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 oktober 2015, *JOR* 2016/60  
Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 29 oktober 2015, *RI* 2016/27  
Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden 22 december 2015, *JOR* 2016/81  
Gerechtshof 's-Hertogenbosch 2 februari 2016, *JOR* 2016/143, *RI* 2016/58  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 26 februari 2016, *JOR* 2016/98  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 7 april 2017, *JOR* 2017/92  
Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer), 11 juli 2017, *ECLI:NL:GHAMS:2017:2697*  
Gerechtshof 's-Gravenhage 8 augustus 2017, *ECLI:NL:GHDHA:2017:2282*

*Hoge Raad*

HR 21 januari 1910, W 8970  
HR 3 april 1911, W 9169  
HR 28 november 1918, *NJ* 1919/104  
HR 17 januari 1929, *NJ* 1929/622  
HR 27 augustus 1937, *NJ* 1938  
HR 6 februari 1941, *NJ* 1941/199  
HR 23 april 1942, *NJ* 1942/396  
HR 23 december 1949, *NJ* 1950/262  
HR 10 juli 1951, *NJ* 1954/654  
HR 19 juni 1959, *NJ* 1960/59  
HR 5 februari 1969, nr. 16 047, *BNB* 1969/63  
HR 15 juni 1972, *NJ* 1973/218  
HR 3 oktober 1980, *NJ* 1980/643  
HR 8 juli 1987, *NJ* 1988/104

HR 7 oktober 1988, *NJ* 1989/449  
HR 22 mei 1992, *NJ* 1992/526  
HR 29 januari 1993, *NJ* 1994/171  
HR 18 juni 1993, *NJ* 1993/615  
HR 1 oktober 1993, *NJ* 1994/257  
HR 24 maart 1994, *NJ* 1995/23  
HR 17 juni 1994, *NJ* 1995/367  
HR 17 februari 1995, *NJ* 1996/471  
HR 1 april 1955, *NJ* 1955/542  
HR 31 mei 1995, nr. 29 224, *BNB* 1995/228  
HR 22 september 1995, *NJ* 1996/706  
HR 19 april 1996, *NJ* 1996/727  
HR 11 september 1996, *NJ* 1997/176, *JOR* 1996/113  
HR 19 september 1997, *RvdW* 1997/176, *JOR* 1997/133  
HR 23 april 1999, *NJ* 2000/30, *JOR* 1999/109  
HR 21 mei 1999, *NJ* 1999/507  
HR 17 november 2000, *NJ* 2001/272  
HR 2 maart 2001, *NJ* 2001/584  
HR 7 september 2001, *NJ* 2001/562, *JOR* 2001/224  
HR 19 oktober 2001, *NJ* 2002/92  
HR 19 oktober 2001, *NJ* 2001/654, *JOR* 2001/269  
HR 1 maart 2002, *NJ* 2002/296  
HR 27 september 2002, *ECLI:NL:HR:2002:AE4360*  
HR 7 november 2003, *JOR* 2004/57  
HR 19 december 2003, *JOR* 2004/61  
HR 19 november 2004, *NJ* 2005/199, *JOR* 2005/19  
HR 3 december 2004, *NJ* 2005/200  
HR 21 januari 2005, *NJ* 2005/126  
HR 11 maart 2005, *NJ* 2006/362  
HR 12 augustus 2005, *NJ* 2006/230, *JOR* 2005/257  
HR 7 april 2006, *RvdW* 2006/374  
HR 14 september 2007, *NJ* 2007/611  
HR 18 januari 2008, *NJ* 2008/83  
HR 5 september 2008, *NJ* 2009/154, *JOR* 2008/320  
HR 19 december 2008, *NJ* 2009/220  
HR 12 juni 2009, *NJ* 2010/663, *JOR* 2009/273  
HR 22 december 2009, *NJ* 2010/273  
HR 9 juli 2010, *NJ* 2010/417  
HR 25 februari 2011, *NJ* 2012/74, *i2014/271*

HR 25 februari 2011, *NJ* 2011/335  
HR 10 juni 2011, *JOR* 2011/280  
HR 16 september 2011, *NJ* 2012/89  
HR 26 december 2011, *JOR* 2012/65  
HR 15 juni 2012, *JOR* 2012/314  
HR 15 maart 2013, *JOR* 2014/270  
HR 29 november 2013, ECLI:NL:HR:2013:CA3762, *NJ* 2014/9  
HR 20 december 2013, *NJ* 2014/222  
HR 14 februari 2014, *NJ* 2014/264  
HR 21 februari 2014, *NJ* 2015/82  
HR 11 juli 2014, *NJ* 2014/389  
HR 20 maart 2015, *NJ* 2015/361, ECLI:NL:HR:2015:661, *Ondernemingsrecht* 2015/97  
HR 16 oktober 2015, ECLI:NL:HR:2015:3094, *NJ* 2016/49  
HR 18 december 2015, *NJ* 2016/34, *JOR* 2016/105  
HR 11 november 2016, *NJ* 2017/87  
HR 9 december 2016, ECLI:NL:HR:2016:2833, *JOR* 2017/25  
HR 24 maart 2017, *JOR* 2017/209  
HR 7 april 2017, ECLI:HR:2017:635, *JOR* 2017/213, *NJ* 2017/177  
HR 2 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:982, *JOR* 2017/248  
HR 15 december 2017, *NJ* 2018/194, ECLI:NL:HR:2017:3149  
HR 22 december 2017, *NJ* 2016/172

*Buitenlandse jurisprudentie*

HvJ 7 februari 1985, C-135/83  
HvJ 25 juli 1991, C-362/89, EU:C:1991:326  
HvJ 7 december 1995, C-472/93, EU:C:1995:421  
HvJ EG 12 maart 1998, C-319/94, JAR 1998/100  
Conclusie A-G P. Mengozzi, 29 maart 2017, zaak C-126/16  
HvJ 22 juni 2017, zaak C-126/16

Tea Corporation [1904]  
United Provident Assurance Company Ltd [1910] 2 Ch 477  
Studley v. Boylston Nat. Bank, 229 U.S. 523, 528 (1913)  
Northern Pacific Railway Co. v. Boyd, 228 U.S. 482 (1913)  
Oceanic Steam Navigation Company Ltd. [1939] Ch 41  
Renne, 55 F.Supp. 868, 873 (D. Neb. 1944)  
H.R. Rep. No. 595, 95th Cong., 1st Sess. 412-413 (1977)  
N.L.R.B. Bildisco and Bildisco, 465 U.S. 513, 527 (1984)

Walat Farms, Inc., 70 B.R. 330, 335 (Bankr. E.D. Mich. 1987)  
Jartran, 44 B.R. at 368; In re Baugh, 73 B.R. 414, 419 (Bankr.E.D.Ark. 1987)  
Future Energy Corp., 83 B.R. 470, 495 n. 39 (Bankr. S.D.N.Y. 1988)  
Crowthers McCall Pattern, Inc., 120 B.R. 279, 297 (S.D.N.Y. 1990)  
MCorp Fin., Inc., 137 B.R. 219, 235 (Bankr. S.D. Tex. 1992)  
Pioneer Inv. Servs. Co. v. Burnswick Assoc. L.P., 507 U.S. 380, 389 (1993)  
Laguna Associates Ltd. Partnership, 30 F.3d 734, 737 (6th Cir. 1994)  
J. Keating Co., 168 B.R. 464, 468 (Bankr. D. Mass. 1994)  
Piece Goods Shops Co, LP, 188 BR 778, 791 (Bankr MDNC 1995)  
Citizens Bank of Maryland v. Strumpf, 516 U.S. 16, 18 (1995)  
PWS Holding Corp., 228 F.3d 223, 233 (3d Cir. 2000))  
Genesis Health Ventures, Inc., 266 B.R. 591 (Bankr.D.Del.2001)  
Sea Assets Ltd v Perusahaan Perseroan (Persero) PT Perusahaan Penerbangan Garuda Indonesia [2001] EWCA Civ 1696  
Lason, Inc., 300 B.R. 227 (Bankr. D. Del. 2003)  
Exide Techs., 303 B.R. 48, 61, 66 (Bankr. D. Del. 2003)  
Till v. SCS Credit Corp., 541 U.S. 465, 480 (2004)  
Mytravel Group Plc [2004] EWHC 2741  
Oneida Ltd., 351 B.R. 79, 87 (Bankr. S.D.N.Y. 2006)  
Granite Broad. Corp., 369 B.R. 120, 140 (Bankr. S.D.N.Y. 2007)  
Iridium IP LLC v. Motorola, Inc. (In re Iridium Operating LLC), 373 B.R. 283, 344 (S.D.N.Y. 2007)  
Florida Dept. of Revenue v. Piccadilly Cafeterias, Inc., 554, U.S. 33, 51 (2008)  
Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch)  
The Pacific Lumber Co., 584 F.3d 229 (5th Cir. 2009)  
Princeton Office Park, L.P., 423 B.R. 795 (Bankr. D.N.J. 2010)  
Chemtura, 439 B.R. 561, 592 (Bankr. S.D.N.Y. 2010)  
Spancion, Inc., 426 B.R. 114, 130 (Bankr. D. Del. 2010)  
Philadelphia Newspapers, LLC, 599 F.3d 298 \*305-310 (2010)  
US Bank N.A.V. Wilmington Trust Co., 426 B.R. 114, 129-130 (Bankr. D. Del. 2010)  
Spancion, Inc., 426 B.R. 114 (Bankr. D. Del. 2010)  
RadLAX Gateway Hotel LLC v. Amalgamated Bank, 132 S. Ct. 2065 (2011)  
AMR Corp., 477 B.R. 384, 436-37 (S.D.N.Y. 2012)  
Tex. Grand Prairie Hotel Realty, L.L.C., 710 F.3d 324 (5th Cir. 2013)  
Fisker Automotive Holdings Inc., 510 B.R. 55 (Bankr. D. Del. 2014)  
The Free Lance-Star Publishing Co. of Fredericksburg, VA, 512, B.R. 798 (bankr. E.D. Va. 2014)

124 Cong. Rec. H11,104 (daily ed. Sept. 28, 1978) (remarks of Rep. Edwards)  
124 Cong. Rec. S17,420 (daily ed. Oct. 6, 1978) (remarks of Sen. DeConcini)  
SGPA, Inc., 2001 Bankr. LEXIS 2291, at \*35 (Bankr. M.D. Pa. Sept. 28, 2001)  
Deep River Warehouse, Inc., 2005 WL 2319201 (Bankr. M.D.N.C. Sept. 22, 2005)  
Field, 2005 WL 3148287 (Bankr. D. Idaho Oct. 17, 2005)  
Mirant Corp. 9 december 2005, Case No. 03-46590  
Price Funeral Home, Inc., 2008 WL 5225845 (Bankr. E.D.N.C. Dec. 12, 2008)  
Mendoza, 2010 WL 1610120 (Bankr. N.D. Cal. Apr. 20, 2010)  
RML Dev., Inc., 2014 WL 3378578 (Bankr. W.D. Tenn., 10 July 2014)  
MPM Silicones, LLC (Momentive) (Bankr. S.D.N.Y. Sept. 9, 2014)  
Genco Shipping & Trading Ltd., Case No. 14-11108  
Delphi Corporation, Case No. 05-44481 (RDD) (Bankr. S.D.N.Y.)  
Landau Boat Co., 13 B.R. at 792-93  
Potter Material Service, Inc., 781 F.2d at 103-04





## LITERATUURLIJST

Abendroth, R.J., 'De almachtige (?) curator', *Ondernemingsrecht* 2009/53.

Adriaanse, J.A.A., e.a., 'Het dwangakkoord buiten faillissement vanuit het perspectief van de schuldeiser', *De Credit Manager* 2014-1.

Adriaanse, J.A.A., *Turnaround Management*, Praktijkboek Insolventierecht, nr. 14, Deventer: Wolters Kluwer 2006.

Akkermans, T.J.H., *De informele reorganisatie van insolvente ondernemingen*, Tilburg: Celsus juridische uitgeverij 2009.

Altman, E.I., *Bankruptcy, Credit Risk and High Yield Junk Bonds*, Blackwell Publishers Inc., 2002.

Altman, E.L., 'The role of distressed debt markets, hedge funds and recent trends in bankruptcy on the outcomes of chapter 11 reorganizations', *ABI Law Review*, Vol. 22:75, 2013.

Amsterdam, L.A., van, 'De Wet continuïteit ondernemingen II: een van de belangrijkste hervormingen van het Nederlandse insolventierecht in jaren', *Bb* 2015/5.

Arzac, E.R., *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc. 2011.

Asimacopoulos, K., e.a., *European Debt Restructuring Handbook*, Globe Business Publishing Ltd 2013.

Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/383.

Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/406.

Asser/Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015/421.

Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009/291.

Assink, B.F. | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht (Deel 1)*, Deventer: Wolters Kluwer 2013.

Baird, D.G., and Bernstein, D.S., 'Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain', *The Yale Law Journal*.

Barclay, M., e.a., 'The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence', *Journal of Applied Corporate Finance* 12, no. 1 (1999).

Barclay, M.J., and Holderness, C., 'Private benefits from control of public corporations', *Journal of Financial Economics*, 25, 1989.

Beckman, H., 'De nieuwe EU-richtlijn jaarrekeningen', *Ondernemingsrecht* 2013/73.

Beckman, H., 'Eerste verplichte toepassing Uitvoeringswet richtlijn jaarrekening', *Ondernemingsrecht* 2017/27.

Beekhoven van den Boezem, F.E.J. B, en Bosch, R., van den, 'Zekere zekerheid; het belang van zekere zekerheid voor de financiering van het bedrijfsleven', *MvV* 2015, nr. 07/08.

Beekhoven van den Boezem, F.E.J., en Bergervoet, G.J.L., 'Onderhandse verkoop, executie en verrekening', in: *Groninger Zekerheid – Liber Amicorum Wim Reehuis*, Deventer: Kluwer 2014.

Berends, A.J., *Insolventie in het internationaal privaatrecht*, Serie Recht en Praktijk, Deventer: Wolters Kluwer 2011, 2e druk.

Berg, J.A.M., ten, in: W. Bosse e.a., *Statuten zonder bezwaar*, Preadvies uitgebracht voor de jaarlijks ALV van de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, Den Haag: Sdu Uitgevers 2002.

Berg, S.W., van den, 'De blokkeringsregeling, prijsbepalingsregels en waarderingsdilemma's voor waarderingsdeskundigen', *Ondernemingsrecht* 2013/113.

Berg, S.W., van den, 'WCO II: de cram down beschouwd vanuit waarderingsperspectief', *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, oktober 2014/7.

Berg, S.W., van den, '(Rechtsvergelijkende) beschouwing over waardeallocatie bij herstructurerings', *Tijdschrift voor Insolventierecht*, 2015/42.

Berg, S.W., van den, 'Herstructureringsmiddel voor distressed debt investors: credit bidding', *Ondernemingsrecht* 2016/61.

Berg, S.W., van den, 'WHOA: de cram down beschouwd vanuit waarderingsperspectief', *Tijdschrift voor Insolventierecht*, 2017/41.

Berg, S.W., van den, 'Een waarderingskader voor waarderingsopdrachten in juridische procedures', *Ondernemingsrecht* 2017/125.

Berg, S.W., van den, 'Schadebegroting bij schendingen van het mededingingsrecht: *how to make one whole again?*', in: C.J.H. Jansen, A. Knigge en M.M.C. van de Moosdijk (red.), *Kartelschade*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Berg, S.W., van den, 'Een waarderingskader voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures', in: J.B.S. Hijink (red.), *Vereniging Jaarrekeningenrecht – Bundel 2016-2018*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Bergen, S.J.L.M., van, 'Oneigenlijke lossing als vorm van parate executie (!)', *WPNR* 7033 (2014).

Bergen, S.J.L.M., van, 'Onroerend goed onder water: Herstructurering naar Amerikaans voorbeeld door middel van credit bidding?' in: *Perspectieven voor vastgoedfinanciering*, Stichting Fundatie Bachiene, 2014.

Bergervoet, G.J.L., 'De positie van de aandeelhouder bij een gedwongen omzetting van schuld in aandelenkapitaal buiten insolventie', *MvV* 2015/11.

- Bernstein, D.S., e.a., 'The logic and limits of credit bidding by secured creditors under the bankruptcy code', 22 juli 2011.
- Bindels, M.L.M., e.a., 'Uitwinningsperikelen', in: *Faillissement en vastgoed*, INSOLAD Jaarboek 2012.
- Binsbergen, J.H., van, Graham, J.R., Yang, J., 'The cost of debt', *Journal of Finance*, 65, no. 6 (2010).
- Black, F., and Scholes, M., 'The Pricing of Options and Corporate Liabilities', *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, no. 3, 1973.
- Block, S., 'The liquidity discount in valuing privately owned companies', *Journal of Applied Finance*, no. 17.
- Blom, F.W.C., 'Waarden van b.v.-aandelen', *TVVS* 1993/65, afl. 5.
- Blum, W.J., 'Corporate Reorganization Doctrine as Recently Applied by the Securities and Exchange Commission', *The University of Chicago Law Review*, Vol. 40, No. 1 (Autumn, 1972).
- Bobeldijk, A.C.P., *Afgewaardeerde vorderingen in de vennootschapsbelasting* (diss.), Amersfoort: Sdu uitgevers 2009.
- Boer, J., den, 'Naar een rationeel waarderingstijdstip bij de uitkoop- en de geschillenregeling', *WPNR* 02/6487.
- Boogert, M.W., den, 'Aandeelhouderscontracten en joint venture-bv's', in: L. Timmerman e.a., *Ondernemingsrechtelijke contracten*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen, deel 14, Deventer: Kluwer 1991.
- Borssum Waalkes, J., van, Schans, E. van der, 'Prijs- en waardebeoordeling van aandelen in besloten vennootschappen in ondernemingsrechtelijke procedures', *O&F* 2014/2.
- Bos, F., 'Herstructurering van ondernemingen' in: H. Schenk e.a., *Fusies & Acquisities*, Dordrecht: Elsevier Business Intelligence 2002.

- Bouwens, W.H.A.C.M., 'Het voetspoor van Smallsteps', *TvI* 2018/4.
- Brealey, R.A., e.a., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill 2011, 10e druk.
- Broude, R.F., 'Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code', *Law Journal Press*, 2013.
- Brubaker, R., 'Credit Bidding and the Secured Creditor's Baseline Distributional Entitlement in Chapter 11', *Bankruptcy Law Letter*, 32 No. 7 Bankruptcy Law Letter 1 (2012).
- Brunschot, O.R., van, 'Executie van verpande aandelen', *FIP*, december 2009, nr. 8.
- Buccola, V., e.a., 'Credit bidding and the design of bankruptcy auctions', *18 George Mason Law Review*, 2010/99.
- Bulten, C.D.J., 'Peildatumperikelen', in: *Willems' wegen, opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems*, Deventer: Wolters Kluwer 2010.
- Bulten, C.D.J., *De geschillenregeling ten gronde* (diss.), Serie VHI deel 108, Deventer: Kluwer 2011.
- Business Valuation*, AICPA, 2012, Appendix 4.
- Chang, H.F., and Bebchuk, L.A., *Bargaining and the division of value in corporate Reorganization*, University of Pennsylvania Law School, faculty Scholarship 1992, paper 971.
- Chatterji, S., e.a., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, John Wiley & Sons, Inc., 2001.
- Chris, N.A., *Black-Scholes and Beyond: Options Pricing Models*, McGraw Hill, 1997.
- Copeland, T., e.a., *Waardering*, Den Haag: Academic Service 2003.

Couwenberg, O. 'Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?', *Ondernemingsrecht* 1999.

Couwenberg, O., 'Reorganisatie-obstakels in faillissement', *Ondernemingsrecht* 2004/223.

Couwenberg, O., *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, diss. Groningen, 1997.

Damkot, H.J., 'Verkoop van de aandelen van de gezonde vennootschappen en paulianarisico', *Effecten- en vermogensrecht*, 2011/5.10.

Damodaran, A., 'Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice', *Journal of Applied Corporate Finance* 19.

Damodaran, A., 'Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount', working paper, New York University, 2005.

Damodaran, A., 'The value of control: implications for control premium, minority discounts and voting share differentials', 2005, New York University.

Damodaran, A., 'Valuing Distressed and Declining Companies', New York University – Stern School of Business, June 2009.

Damodaran, A., *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc., 2006, 2e druk.

Damodaran, A., *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications* – The 2015 Edition, 14 maart 2015

Damodaran, A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., 2012, 3e druk.

Damodaran, A., *The dark side of valuation*, 2010, 2e druk.

Damodaran, A., *Ups-and-downs: valuing cyclical and commodity companies*, September 2009.

- Deterink, A.A.M., e.a., *Doorstart*, Deventer: Wolters Kluwer 2008,
- Dongen, S., van, 'De herziene Insolventieverordening', *FIP* 2016(5).
- Drijber, B.J., en Toor, A., van, 'Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labirint van Europese regels voor het financiële toezicht', *Ondernemingsrecht* 2015/3.
- Eberhart, A.C., et al., 'Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings', *The Journal of Finance*, vol. 45, no. 5.
- Emste, P.E., 'Bindend advies in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2010/5.
- Engels, I.C., en Ourhris, A., 'Wie mag het faillissement van de schuldenaar van een verpande vordering aanvragen?', *TvI* 2016/17.
- Epeoglou, M-T, 'Comments on Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Frameworks and Second Chance for Entrepreneurs: The Third Step to the European Cross-border Insolvency Saga', *International Corporate Rescue* (2017), Issue 1.
- Faber, N.E.D., en Vermunt, N.S.G.J., 'De Security Trustee in crisistijden', in: *De Kredietcrisis*, Serie Onderneming en Recht deel 54, Deventer: Wolters Kluwer 2010.
- Faber, N.E.D., en Vermunt, N.S.G.J., 'Eigenlijke (wettelijke) en oneigenlijke (contractuele) lossing', *MvV* 2015, nr. 07/08)
- Faber, N.E.D., *Verrekening* (diss.), Deventer: Kluwer 2005.
- Fama, E.F., 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance*, 25.
- Fama, E.F., 'Efficient capital markets: II', *Journal of Finance*, 27.
- Fliek, J.F., en Verstijlen, F.M.J., 'De eerste stappen voorbij Estro', *TRA* 2018/16 en *TvI* 2018/7.

Franken, M.J.M., 'Het dwangakkoord en de (toekomstige) baten des boedels', *TvI* 2015/21.

Franks, J.R., and Torous, W.N., 'An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization', *Journal of Finance*, vol. 44.

Frölich, P.J., 'Redding en sanering: monomaan of modern paradigma', *Ars Aequi*, maart 2015.

Galen, R.J., van, 'De surseance als echte reorganisatieprocedure', *TvI* 2015/23.

Galen, R.J., van, 'Knelpunten in ons insolventierecht', *Ondernemingsrecht* 2014/81.

Gasteren, I., van, 'Financiële herstructurerings door middel van uitwinning van een pandrecht op aandelen', *FIP*, februari 2010, nr. 1.

Gilson, S.C., 'Investing in Distressed Situations: A Market Survey', *Financial Analysts Journal*, November 1995.

Gilson, S.C., *Creating Value through Corporate Restructuring*, 2e druk, 2010.

Goldschmid, P.M., 'More phoenix than vulture: The case for distressed investor presence in the bankruptcy reorganization', *Columbia Business Law Review*, 2005.

Graham, B., *The Intelligent Investor*, HarperCollins Publishers Inc., 2005.

Hage, P.R., e.a., *Credit Bidding in Bankruptcy Sales: A Guide for Lenders, Creditors, and Distressed-Debt Investors*, American Bankruptcy Institute; 1st edition (2015).

Harner, M.H., 'Chapter 11 Reform: refining the tools available to rehabilitate distressed businesses', *The Columbia Law School's blog on corporations and the capital markets*, 29 januari 2015.

Harner, M.M., 'Trends in Distressed Debt Investing: an empirical study of investors' objectives', *ABI Law Review*, Vol. 16:69.



- Harner, M.M., e.a., 'Activist Investors, Distressed Companies, and Value Uncertainty', 22 AM. BANKR. INST. L. REV. 167 (2014).
- Harouna, P., Sarin, A. and Shapiro, A.C., 'Value of corporate control: some international evidence', 2001, *USC Working paper series*.
- Hees, A., van, 'Pre-packen voor de werknemers?', *TvI* 2016/18.
- Hees, A., van, 'Het doel van het faillissement en de taak van de curator', *TvI* 2004/45.
- Hees, J.J., van, 'De schone schijn van toezicht in het insolventierecht', in: T. Havinga, *Toezicht tegen het licht; kernwaarden, kansen en knelpunten*, Deventer: Wolters Kluwer 2015;
- Hees, J.J., van, 'Enkele pauliana-perikelen' in: *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 1997.
- Hees, J.J., van, 'Herstructurering met behulp van faillissement', in: *Herstructurering van ondernemingen in financiële moeilijkheden*, Deventer: Wolters Kluwer 2014.
- Hees, J.J., van, 'Het faillissement als achterhaald concept', in: S.E. Bartels e.a., *Vertrouwen in het burgerlijke recht. Liber amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.
- Hees, J.J., van, Ourhris, A., 'Kroniek van het insolventierecht', *NJB* 2016/748.
- Helleman, J., van, 'Financiële verantwoording door de VOC', *Management Control & Accounting*, april 2011.
- Hermans, R.M., *Het onderzoek in de enquêteprocedure*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, Onderdeel van Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen, Deel 145.
- Hoeven, R.L., ter, *De zin en onzin van fair value in de jaarrekening; de zoektocht naar natuurlijke breuklijnen in het historische kostprijsoppervlak* (diss. 2006).
- Holterman, W.G.M., 'Waardebepaling en waarderingsmethoden (2)', *De Accountant*, januari 1994, nummer 5.

Holterman, W.G.M., 'Waardebepaling en waarderingsmethoden', *Maandblad voor accounting en bedrijfseconomie*, 1994/68, nummer 11.

Holterman, W.G.M., *De waardering van niet genoteerde aandelen* (diss. 1993).

Hoogendoorn, M., en Ninck Blok, D., 'FNV/Smallsteps, door overgang van onderneming naar ondergang van onderneming', *NtER* 2017, nr. 8.

Hotchkiss, E.S. and Mooradian, R.M., 'Vulture investors and the market for control of distressed firms', *Journal of Financial Economics*, 1997, 43.

Hotchkiss, E.D., e.a., 'Bankruptcy and the resolution of financial distress', in: B.E. Eckbo, *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Volume 2, Elsevier, 2008.

Houdijk, S., en Breeman, M.S., 'De reikwijdte van de (innings)bevoegdheid van de openbare pandhouder', *FIP* 2016(5), 30 juli 2016.

Hufman, P., 'Adviesrecht voor de ondernemingsraad in faillissement. Noot bij HR 2 juni 2017 (DA)', *TvI* 2017/27.

Hufman, P., 'Overgang van onderneming bij de pre-pack: een blik vooruit', *TvO* 2017/4.

Huizink, J.B. e.a., *Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?*, Zifo-reeks, nr. 9, Deventer: Wolters Kluwer, 2013.

Huizink, J.B., 'Enkele opmerkingen over herstructurering en aansprakelijkheid', in: Huizink e.a., *Herstructurering van ondernemingen*, Amsterdam: Lexis Nexis 2004.

Huizink, J.B., e.a., *Waardering van aandelen na UNIT4*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Huizink, J.B., *Insolventie*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, 8e druk.

Hull, J.C., *Options Futures and Other Derivatives*, 2002.

Hummelen, J.M., 'Aandeelhouders, absolute prioriteit en de debt-for-equity swap', *University of Groningen Faculty of Law Research Paper Series*, no. 07/2014, april 2014.

Hummelen, J.M., 'Het dwangakkoord buiten faillissement: WCO II en belangenconflicten onderzocht', *Rechtsgeleerd Magazijn THEMIS* 2016-1.

Hummelen, J.M., 'Het faillissementsakkoord. De efficiëntie van de wettelijke regeling onderzocht vanuit het perspectief van de creditors' bargain theorie', *TvI* 2010/26.

Hummelen, J.M., 'Het verkoopproces in een pre/packaged activatransactie', *TvI* 2015/2.

Hurenkamp, J.R., 'Failliet of fast forward? Een analyse van de pre-pack in de praktijk', *TvI* 2015/20.

Hurenkamp, J.R., 'Ondergang van onderneming door de pre-pack?', *TvI* 2017/21.

Jackson, T.H., 'Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain', 91 *Yale L.J.*, 857, 893 & n. 168 (1982).

Jackson, T.H., *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press 1986.

Jiang, W., Li, K., Wang, W., 'Hedge Funds and Chapter 11', *The Journal of Finance*, april 2012.

Jiménez, F.A., 'Distressed debt trading', *TvI* 2001.

Jol, J., 'Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructurerings: het dwangakkoord', in: J. Jol, R. Vriesendorp, R. Hermans, K. de Vries en B. Wessels, *Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?*, Deventer: Wolters Kluwer 2013.

Josephus Jitta, M.W., 'Aspecten van de overdracht ten titel van beheer door de Ondernemingskamer en de rol van de beheerder in het kader van de enquêteprocedure', *Ondernemingsrecht* 2016/95.

Josephus Jitta, M.W., en Bulten, C.D.J., 'Kroniek uitkoop en geschillenregeling 2014' in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Kam, F., de, 'Uitkoop van waardering van aandelen', *De Naamloze Vennootschap*, nr. 72, 3 maart 1994.

Kamensky, D.B., 'Furthering the Goals of Chapter 11: Considering the Positive Role of Hedge Funds in the Reorganization Process', 22 AM. BANKR. INST. L. REV. 235, 237 (2014).

Kantor, M., *Valuation for arbitration, compensation standards, valuation methods, and expert evidence*, Kluwer Law International 2008.

Kemp, B., en Lok, M.E.C., 'De welwillendheidsbeslissing: waar een wil is, is een wet?', *WPNR* 19 november 2016, nr. 7127.

Koeplin, J., Sarin, A. and Shapiro, A.C., 'The private company discount', *Journal of applied corporate finance* 2002, volume 12, number 4.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2015, 6e druk.

Koppen, F.P., van, *Actio pauliana en onrechtmatige daadvordering*, Deventer: Kluwer 1998.

Kortmann, S.C.J.J., 'De Curator, de bewindvoerder en de organen van de vennootschap en onderneming,' in: *Het Faillissement in de tijd van Molen-graaff en nu*, Preadvies van de Vereeniging Handelsrecht 1993.

Kortmann, S.C.J.J., en Faber, N.E.D., (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet*, deel I bewerkt door G.W. Baron van der Feltz, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Kortmann, S.C.J.J., en Kortmann, L.P., 'Doorstarten post-Estro: smallsteps vooruit of een giant leap achteruit?', in: *Nijmeegs Europees Privaatrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Koster, H., 'Voorstel voor een regeling van een dwangakkoord buiten faillissement', *JBN* 2015/12.

Krens, F., 'Waardebepaling van ondernemingen bij fusies of overnames' in: G.M.F. Snijders e.a., *Overnemen, een hele onderneming*, Deventer: Kluwer 1998.

Lankhorst, H., 'Niet onredelijke weigering van buitengerechtelijk schuldenakkoord', *Bb* 2013/52.

Lankhorst, H., 'Voortgang herijking Faillissementsrecht', *Bb* 2013/48.

Lennarts, M.L., 'De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation?', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2014-2015*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Livingston, M., *Bonds and bond derivatives*, Blackwell Publishing, 2005, 2e druk.

Luttikhuis, A.P.K., en Timmermans, R.E., *Insolventierecht in cijfers en modellen: schuldeisersbenadeling en conclusies*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers, 2007.

Madaus, S., *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, NACIIL Reports 2012.

Maeijer, J.M.M., Solinge, G., van, en Nieuwe Weme, M.P., *Asser 2-II\* De naamloze en besloten vennootschap*, nr. 687.

McGormack, G., 'Business restructuring law in Europe: making a fresh start', *Journal of Corporate Law Studies*, 17:1.

McGormack, G., 'Corporate Restructuring Law – A second chance for Europe?', *European Law Review*.

Meijer, E.T., 'Enkele bepalingen van het overnamecontract', in: B. Wessels e.a., *Bedrijfsovername*, Deventer: Wolters Kluwer 2009, derde druk.

Mennens, A.M., en Beekhoven van den Boezem, F.E.J., 'Wijziging van toekomstige verplichtingen middels een dwangakkoord buiten insolventie: toekomstmuziek?', *TvI* 2015/32.

Mennens, A.M., en Veder, P.M., 'Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie', *NTBR* 2015/2.

Meussen, G.T.K., *Bedrijfswaarde* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 1997.

Mierlo, J.J.M., van, 'Ondernemingsraad en insolventie: licht in de duisternis!', *FIP* 2017/278.

Miller, H.R., *Chapter 11 Reorganization Cases and the Delaware Myth*, 55 *VAND. L. REV.* 1987, 2016 (2002).

Moorsel, R.C.M., van, 'De overname van aandelen op naam en de Faillissementspauliana', *WPNR* 2002/6508.

Moyer, S.G., *Distressed debt analysis*, J. Ross Publishing, 2005

Myers, S., 'Determinants of Corporate Borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5, november 1977.

Nesvold, H.P., e.a., *The art of distressed M&A*, McGraw-Hill 2011.

Neve, A.G., de, 'Fair value en de waardering van noodzaakfinanciering van ondernemingen in moeilijkheden', *TvJ*, november 2015.

Nijhuis, S., en Vries, P.P., de, 'De benoeming van de onafhankelijke deskundige bij prijsbepaling van aandelen', *WPNR* 2014/7031.

O'Dea, G., *Schemes of Arrangement*, Oxford University press, 2012.

Olffen, M., van, e.a. *Splitsing van Ondernemingen*, Deventer: Law & Practice Publishers 1998.

Olivares-Caminal, R., e.a., *Debt Restructuring*, 2011.

Oostwouder, W.J., *Management Buy-Out*, Deventer: Kluwer 1996.

Ophof, H.P.J., 'Enkele beschouwingen over een doorstart', *TVVS* 1997.

Orbán, G.Á.C., en Weijs, R.J., de, 'Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar Amerikaans en Nederlands recht', *TvI* 2016/15.

Pachulski, I.M., 'The Cram Down and Valuation Under Chapter 11 of The Bankruptcy Code', *North Carolina Law Review*, 1980, volume 58/5, article 3.

Pannevis, M., *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2013, dertiende druk.

Pantaleo, P.V., and Ridings, B.W., 'Reorganization value', *The Business Lawyer*, 1996, volume 51/2.

Paterson, S., Bargain in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory Standards, (2014) 14(2), *Journal of Corporate Law Studies* 337 342.

Peters, S.S.M., en Waele, H.C.F.J.A., de, 'Het Europees failliet van de Nederlandse pre-pack', *TRA* 2018/2 en *TvI* 2018/3.

Petram, L., *De vergeten bankencrisis*, Amsterdam/Antwerpen: Atlas Contact 2016.

Polak. M., en Polak, J., *Faillissement en surseance van betaling*, H.D. Tjeenk Willink, Groningen 1972, zevende druk.

Polak/Pannevis, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2014, 13e druk.

Portengen, H.J., 'Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting (!)', in: *De Vereenvoudigde BV*, Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht', Deventer: Kluwer 2006.

Pratt, S., *Valuing a Business: The Analysis of Closely Held Companies*, New York: McGraw-Hill, 4e druk.

Pratt, S.P., e.a., *Standards of Value, Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc, 2007.

Pratt, S.P., e.a., *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, McGraw-Hill, 2008, 5e druk, appendix A.

Prins, B., 'Omgang met de deskundige' in: *Ik ben niet overtuigd: opstellen aangeboden aan mr. P. Ingelse*, Ars Aequi Libri 2015.

Purcell, E.W., and Boyce, A., 'The Courts Speak on Valuation in Restructurings: IMO Car Wash, SAS and Wind Hellas Lessons', *International Corporate Rescue*, Volume 7, Issue 2, 2010.

Reumers, M.L.H., 'The Business Rescue Craze in European Insolvency Law', *Ondernemingsrecht* 2017/95.

Reumers, M.L.H., 'Tijdig ingrijpen bij vennootschappen in financiële moeilijkheden: hoe bevordert men dat?', *Ondernemingsrecht* 2015/95.

Richman, M.P., and Salerno, T.J., 'Resolved: loan-to-own DIP lenders should not be allowed to credit bid', *American Bankruptcy Institute* (25th Annual Spring Meeting, Educational Materials, April 12-15, 2007).

Sable, R.G., e.a., 'When the 363-sale is the Best Route', *Journal of Bankruptcy Law and Practice*, afl. 15.

Salemink, T., *Uitkoop van minderheidsaandeelhouders* (diss.), Serie VHI, deel 125, Deventer: Wolters Kluwer 2014.

Sanders, P., en Westbroek, W., *BV en NV*, Deventer: Kluwer 2005.

Santen, B.P.A., en Bos, A., de, in: A.A.M. Deterink e.a., *Doorstart*, Deventer: Wolters Kluwer 2008.

Schaink, P.R.W., 'Het arrest van het Hof van Justitie inzake FNV c.s. / Smallsteps', *TvI* 2017/22.

Schauten, B.J., *Valuation, capital structure decisions and the cost of capital* (diss. 2008).



Scheepers, K.W.M., 'Waarderen bij uitkoopprocedures na Unit4 en DIM Vastgoed' in: J.B. Huizink, *Waardering van aandelen na Unit4*, ZIFO-reeks, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Schmieman, E., 'De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie', *Ondernemingsrecht* 2014/77.

Schmieman, R., 'De WCO II: Achtergrond, inhoud procedure en reactie VCL-voorjaarsbijeenkomst 2015', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2015-2016*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Scott Mayfield, E., 'Estimating the Market Risk Premium', *Journal of Financial Economics*, 73, no. 3 September 2004.

Shaked, I., and Reilly, R.F., *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013.

Slagter, W.J., 'De sterfhuis-constructie', *TVVS* nr. 83/2.

Slagter, W.J., *Herstructurering en reorganisatie*, Deel 10 (Re)organisatie, Fusie en Overname, Zutphen: Uitgeverij Paris, 2011.

Slatter, S., e.a., *Corporate Recovery, Managing Companies in Distress*, Washington D.C.: Beard Books 2004.

Sman, *Met waardering...ondernemingswaarde en ondernemingsprijs; een wereld van verschil*, Deventer: Wolters Kluwer 1992.

Smit, H.T.J., and Trigeorgis, L., *Strategic Investment, Real Options and Games*, 2004.

Smith, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776).

Snijder-Kuipers, B., 'Flexibeler waardebepaling van aandelen na invoering Flex-BV', *JBN* 2012(11), 1 november 2012.

Snijders, H.J., e.a., *Goederenrecht*, Studiereeks Burgerlijk Recht, deel 2, nr. 557.

Soedira, A.D.W., *Het akkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2011.

Spinath, I., 'De beperkte reikwijdte van het Smallsteps-arrest', *MvO* 2017/11.

Steneker, A., 'Uitbestede executie', *WPNR* 7033 (2014).

Strik, D.A.M.H.W., 'Litigation-aspecten van WCO II Voordracht Voorjaars-bijeenkomst 2015 Vereniging Corporate Litigation', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2015-2016*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Stroucken, F., en Martinek-De Waal, J.J., 'Wetsvoorstel internetveilen: de wijzigingen voor de hypotheekhouder', *Beslag en executie voor de rechtspraktijk* 2014, nr. 5.

Sudarsanam, S., *Creating value from merger and acquisitions*, Pearson Education Ltd. 2010, 2nd ed.

Tabb, C.J., 'Credit bidding, security, and the obsolescence of chapter 11', *University of Illinois law review*, 18 January 2013.

Tabb, C.J., *The Bankruptcy Clause, the Fifth Amendment, and the Limited Rights of Secured Creditors in Bankruptcy*, 2014.

Tabb, C.J., *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, 2nd edition.

Taleb, N., and Haug, E.G., 'Option Traders Use (very) Sophisticated Heuristics, Never the Black-Scholes-Merton Formula', *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2011, 77/2.

Telders, C.H., *Schadeloosstelling voor onteigening*, Zwolle: N.V. Uitgeversmaatschappij W.E.J. Tjeenk Willink, 1968.

Teneng, D., *Limitations of the Black-Scholes Model*, 2011, 99-102.

Tideman, B.J., 'Is het wetsvoorstel inzake het dwangakkoord buiten faillissement misbruikbestendig?', *NTBR* 2015/22, afl. 5.

Tollenaar, N.W.A., 'De implicaties van Estro voor de pre-pack en WCO I', *TvI* 2018/6.

Tollenaar, N.W.A., 'Debt for equity swaps', in: S.C.J.J. Kortmann e.a., *De bewindvoerder, een octopus*, Deventer: Wolters Kluwer 2008.

Tollenaar, N.W.A., 'Faillissementsrechters van Nederland: geef ons de pre-pack', *TvI* 2011/23.

Tollenaar, N.W.A., 'Preventieve herstructureringsprocedures volgens het richtlijnvoorstel van de Europese Commissie van 22 november 2016', *FIP* 2017/169.

Tollenaar, N.W.A., *Het pre-insolventieakkoord* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Trugman, G.R., *Understanding Business Valuation, a practical guide to valuing small to medium size businesses*, AICPA, 2012.

Veder, P.M., 'Europese ontwikkelingen in het insolventierecht', *TvI* 2013/32.

Veenstra, F., en Geerts, P.G.F.A., 'Doorbreking van impasses in de enquêteprocedure', in: *De toekomst van het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Veenstra, F., *Impassezaken en verantwoordelijkheden binnen het enquêterecht* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2010.

Veenstra, F., 'Overleven dankzij het enquêterecht', *TvI* 2015/7.

Verburg, L.G., 'Smallsteps: over de vraag of de gewone doorstart uit faillissement nog toekomst heeft', *FIP* 2017/334.

Verhagen, R., 'Het vervalbeding bij pand en hypotheek. De interpretatie multiplex van het toe-eigeningsverbod (C. 8.34(35).3)', *Groninger Opmerkingen en Mededelingen*, 2009.

Verkerk, R.R., Windt, M., e.a., 'Pre-packs: transparantie en verantwoording achteraf', *TvI* 2014/40.

Vermunt, N.S.G.J., 'Enkele knelpunten bij pand, hypotheek en beslag', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar Nieuw Burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 2002.

Verstijlen, F.M.J., 'De dubbele natuur van de doorstart', *TvI* 2017/20.

Verstijlen, F.M.J., 'De faillissementsprocedure van art. 69 Fw revisited', *WPNR* 2015/7074.

Verstijlen, F.M.J., 'Reorganisatie van ondernemingen en pre-pack', in: *Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' Wet Continuïteit Ondernemingen (delen I en II) en het bestuursverbod*, Uitgeverij Paris: Zutphen 2014.

Verstijlen, F.M.J., *Algemene bepalingen pand en hypotheek*, Monografieën BW, BII, Deventer: Kluwer 2013.

Verstijlen, F.M.J., *De faillissementscurator*, diss., Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998.

Verstijlen, F.M.J., *Het Insolventieakkoord*, in: N.E.D. Faber (red.), *De Bewindvoerder een Octopus*, Serie Onderneming en Rechts, deel 44, Wolters Kluwer, 2008.

Vieira, M.A., 'Hof van Justitie EU: werknemers behouden hun bescherming in geval van een pre-pack', *Bb* 2017/60.

Vis, J., 'De subjectiviteit van het begrip economische waarde', *Externe Verslaggeving*, 85e jaargang, juli – augustus.

Vis, J., *Ondernemend Waarderen: Waarderend Ondernemen. De subjectiviteit van het begrip economische waarde* (diss. Leiden 2010).

- Visser, I., 'Een zo hoog mogelijke netto-opbrengst bij de executoriale verkoop van onroerende zaken', *MvV*, 2014, nr. 4.
- Vochteloo, E., 'Wetswijziging executieveilingen in een notendop', *Bb*, 2015/15.
- Voûte, A., en Blom, F.W.C., *De Naamloze Vennootschap*, de nummers 70/6 (juni 1992), 70/7/8 (augustus 1992), 70/10 (oktober 1992).
- Vries, P.P., de, 'Prijsbepalingsregels voor aandelen in een BV naar huidig en komend recht', *Ondernemingsrecht* 2012/19.
- Vries, P.P., de, 'Procedures voor prijsbepaling van aandelen in een BV: van lappendeken naar samenhang' in: B.F. Assink e.a., *De toekomst van het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.
- Vries, P.P., de, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company* (diss.), Deventer: Wolters Kluwer 2010.
- Vriesendorp, R.D., 'Het buitengerechtelijk akkoord en het concept-voorstel WCO II', in: D. Busch e.a., *Wet Continuïteit Ondernemingen (delen I en II) en het bestuursverbod*, Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht', Zutphen: Uitgeverij Partijs 2014.
- Vriesendorp, R.D., en Sigtenhorst, van den, R., 'Herstructurerings in de moderne financieringspraktijk: Nederland vs. de V.S.', *Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht*, 2013-2.
- Vriesendorp, R.D., Hermans, R.M., en Vries, K.A.J., de, 'Herijking faillissementsrecht; en het informeel akkoord: gemiste kans of opportunity voor een Nederlandse scheme of arrangement?', *TvI* 2013/12.
- Vriesendorp, R.D., Hermans, R.M., en Vries, K.A.J., de, 'Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV', *TvI* 2013/20.
- Vriesendorp, R.D., *Het buitengerechtelijk akkoord*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht. Uitgeverij Paris, 2014.

Vriesendorp, R.D., *Insolventierecht*, Studiereeks Burgerlijk Recht, nr. 8, Deventer: Kluwer 2013.

Vriesendorp, R.D., 'Onderhandse uitwinning van zekerheidsrechten: Executoriaal of vrijwillig, 'that is the question'' in: *Groninger Zekerheid – Liber Amicorum Wim Reehuis*, Deventer: Wolters Kluwer 2014.

Wal, J., van der, 'Hoe te waarderen bij herstructureren', in: Huizink e.a., *Herstructurering van ondernemingen*, Amsterdam: Lexis Nexis 2004.

Warner, G.R., 'Credit Bidding and the Clash of Old and New Bankruptcy', *GT Restructuring Review*, 5 February 2014.

Warner, G.R., 'Slam Dunk for Credit Bid Cap', *GT Restructuring Review*, 19 February 2014.

Warren, E., *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, Wolters Kluwer 2008.

Weijden, R.J., van der, *De faillissementspauliana* (diss.), Deventer: Kluwer 2012.

Weijs, R.J., de, 'Pauliana en onrechtmatige daad: Wederzijdse gevangenen?', *WPNR* 2006 (6686).

Weijs, R.J., de, *Faillissementspauliana, insolvenzanfechtung & Transaction avoidance in insolvencies: naar een geobjectiveerde regeling van schuldeisersbenadeling* (diss. Amsterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2010.

Weiss, L.A., 'Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority Claims', 27 *Journal of Financial Economics*. 285, 286 (1990).

Wessels, B., 'Dwangdeelname aan een onderhands akkoord', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 384 e.v.

Wessels, B., 'On the genesis of the Proposal for a Restructuring Directive', *NTHR* 2017/1.

Wessels, B., 'Verrekening na faillissement', *NTHR*, 2015-5.

Wessels, B., en Weijs, de, R., 'Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code', *Ondernemingsrecht* 2015/37.

Wessels, B., *Gevolgen van faillietverklaring (2)*, Wessels Insolventierecht nr. III, 2013/3102b, Deventer: Wolters Kluwer 2009, 2e druk.

Wessels, B., *Gevolgen van faillietverklaring (2)*, Wessels Insolventierecht nr. III, 2013/3287, Deventer: Wolters Kluwer 2009, 2e druk.

Wessels, B., *Gevolgen van de faillietverklaring (1)*, Wessels Insolventierecht nr. II, Deventer: Wolters Kluwer 2009, 2e druk, nr. 2541a.

Wessels, B., *Het akkoord*, Deventer: Wolters Kluwer 2013.

Wibier, R.M., en Tilburg, F.A., van, 'Verrekening na faillissement; artikel 54 Fw en de centrale positie van banken in het betalingsverkeer', *NTvH*, 2015-5.

Willems, J.H.M., 'Uitvoerbaarverklaring bij voorraad, Verhouding met het enquêterecht', in: *De nieuwe geschillenregeling*, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: Kluwer 2011.

Windt, M., en Hummelen, J.M., 'De stem van de schuldeisers als gereedschap van de curator', in: *De gereedschapskist van de curator*, INSOLAD Jaarbundel 2015.

Winkel, G., te, 'WCO II en de positie van de aandeelhouders', in: *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2015-2016*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Zaal, I., 'De (on)mogelijkheid van ontslag en wijziging bij een pre-pack overgang', *TvI* 2018/5.

Zadelhoff, J.W.H., van, 'Splitsing en crediteurenbescherming: de reikwijdte van artikel 2:334t BW v. de verzetsregeling', *TvI* 2000,

Zadelhoff, J.W.H., van, 'Splitsing, crediteurenbescherming en faillissement', *TvI* 1998/7.

Zanden, P.M., van der, 'Doel van de jaarrekening en het toepassen van 'fair value accounting'', *TvJ* 2013/5.

Zanden, P.M., van der, e.a., *Waardering van ondernemingen, in de juridische praktijk*, Zutphen: uitgeverij Paris 2017, derde druk.

Zanten, M.R., van, 'De pre-pack, (aan)winst voor de insolventiepraktijk', *FIP* 2015/269.

Zanten, M.R., van, 'It takes Smallsteps to pre-pack: een analyse', in: E. Verwey e.a., *De curator en het personeel*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.



## SERIE ONDERNEMING EN RECHT

In de Serie Onderneming en Recht zijn de volgende delen verschenen:

0. W.C.L. van der Grinten, S.C.J.J. Kortmann, A.J.M. Nuytinck, H. Wammes (*red.*),  
Onderneming en Nieuw Burgerlijk Recht, Zwolle 1991.
1. S.C.J.J. Kortmann, P.J. Dortmond, A.W. Kist, N.E.D. Faber, A. van Hees, F.J.P. van  
den Ingh, A.J.M. Nuytinck (*red.*),  
Financiering en Aansprakelijkheid, Zwolle 1994.
2. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber (*red.*),  
Geschiedenis van de Faillissementswet,  
Deel 2-I Heruitgave Van der Feltz, I, Zwolle 1994.  
Deel 2-II Heruitgave Van der Feltz, II, Zwolle 1994.  
Deel 2-III Wetswijzigingen, Zwolle 1995.  
Deel 2-IV Voorontwerp Insolventiewet, Deventer 2007.
3. A.G. van Solinge,  
Leeuwe- en andere delen, Enkele gedachten over winstverdeling bij personen- en  
kapitaalvennootschappen, Zwolle 1995.
4. J. Beuving,  
Factoring, Zwolle 1996.
5. D.J. Hayton, S.C.J.J. Kortmann, A.J.M. Nuytinck, A.V.M. Struycken, N.E.D. Faber  
(*red.*),  
Vertrouwd met de Trust, Trust and Trust-like Arrangements, Deventer 1996.
6. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber, J.J. van Hees, S.H. de Ranitz (*red.*),  
De curator, een octopus, Deventer 1996.
7. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber, A.A. van Rossum, H.L.E. Verhagen (*red.*),  
Onderneming en 5 jaar nieuw Burgerlijk Recht, Deventer 1997.
8. J.J. van Hees,  
Leasing, Deventer 1997.
9. G.A.J. Boekraad,  
Afwikkeling van de faillissementsboedel, Deventer 1997.
10. S.C.J.J. Kortmann, F.J. Oranje, A.A. van Rossum, J.W.H. van Wijk (*red.*),  
Overheid en onderneming, Deventer 1998.

11. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber, E. Loesberg (*red.*),  
Corporate Governance *in perspectief*, Deventer 1998.
12. W.A.K. Rank,  
De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financiële  
praktijk, Deventer 1998.
13. S.C.J.J. Kortmann, W.A.K. Rank, M.H.E. Rongen, G. van Solinge, H.L.E. Verhagen  
(*red.*),  
Onderneming en Effecten, Deventer 1998.
14. R.E. van Esch,  
Electronic Data Interchange (EDI) en het vermogensrecht, Deventer 1999.
15. C.M. Hilverda,  
Faillissementsfraude, Deventer 1999.
16. Gerard van Solinge, M.P. Nieuwe Weme,  
Gedrageregels inzake een openbaar bod op aandelen, Deventer 1999.
17. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber, J.A.M. Strens-Meulemeester (*red.*),  
Vertegenwoordiging en Tussenpersonen, Deventer 1999.
18. J. Stuyck, M. Waelbroeck, B.L.P. van Reeken, S.B. Noë, F.O.W. Vogelaar (*red.*),  
Competition law in the EU and the Netherlands. A practical guide, Deventer 2000.
19. S.O.H. Bakkerus,  
Bancaire aansprakelijkheid, Deventer 2000.
20. C.J.M. Klaassen,  
Schadeveroorzakend handelen in functie, Deventer 2000.
21. J.M.A. Berkvens, N.E.D. Faber, S.C.J.J. Kortmann, A. Oskamp (*red.*),  
Onderneming en ICT, Deventer 2000.
22. I.P. Asscher-Vonk, N.E.D. Faber, S.C.J.J. Kortmann, E. Loesberg (*red.*),  
Onderneming en Werknemer, Deventer 2001.
23. J.J. Dammingh,  
Bemiddeling door de makelaar bij de koop en verkoop van onroerende zaken,  
Deventer 2002.
24. S.C.J.J. Kortmann, C.J.H. Jansen, G. van Solinge, N.E.D. Faber (*red.*),  
Onderneming en 10 jaar nieuw Burgerlijk Recht, Deventer 2002.
25. C.J.M. Klaassen, R.J.N. Schlössels, G. van Solinge, L. Timmerman (*red.*),  
Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt, Deventer 2003.

26. Th.C.J.A. van Engelen,  
Onverkoopbare vermogensrechten. Artikel 3:83(3) BW nader beschouwd,  
Deventer 2003.
27. R.H. Maatman,  
Het pensioenfonds als vermogensbeheerder, Deventer 2004.
28. Ewan McKendrick,  
The Creation of a European Law of Contract, Deventer 2004.
29. D.W. Aertsen,  
De Trust. Beschouwingen over invoering van de trust in het Nederlandse recht,  
Deventer 2004.
30. C.G. van der Plas,  
De taak van de rechter en het IPR, Deventer 2005.
31. A. Steneker,  
Kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen, Deventer 2005.
32. B.P.M. van Ravels,  
Grenzen van voorzienbaarheid, Deventer 2005.
33. N.E.D. Faber,  
Verrekening, Deventer 2005.
34. D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann, M.P. Nieuwe Weme (*red.*),  
Marktmisbruik, Deventer 2006.  
Handboek Marktmisbruik, Deventer 2008 (*twede druk*).
35. R.H. Maatman,  
"Het belangrijkste financiële product", Deventer 2006.
36. B.F.L.M. Schim,  
Giraal effectenverkeer en goederenrecht, Deventer 2006.
37. T.H.D. Struycken,  
De numerus clausus in het goederenrecht, Deventer 2007.
38. D.R. Doorenbos,  
Naming & Shaming, Deventer 2007.
39. I.P. Asscher-Vonk, A. van Hees, R.H. Maatman, B.J. Schoordijk (*red.*),  
Onderneming en integriteit, Deventer 2007.
40. D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme,  
W.A.K. Rank (*red.*),  
Onderneming en financieel toezicht, Deventer 2007.

41. N.E.D. Faber, C.J.H. Jansen, N.S.G.J. Vermunt (*red.*),  
Fiduciaire verhoudingen «Libellus amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann»,  
Deventer 2007.
42. A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh, L.A.D. Keus (*red.*),  
De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht, Deventer  
2007.  
Deel 42-I     Algemeen deel  
Deel 42-II    Bijzonder deel
43. A.J. Verdaas,  
Stil pandrecht op vorderingen op naam, Deventer 2008.
44. N.E.D. Faber, J.J. van Hees, S.C.J.J. Kortmann, N.S.G.J. Vermunt, Ch.A.M.  
Domingus-Schwencke (*red.*),  
De bewindvoerder, een octopus, Deventer 2008.
45. L.G. Verburg,  
De Koers van de bestuurder, Deventer 2008.
46. M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge (*red.*),  
Handboek Openbaar Bod, Deventer 2008.
47. J.W.P.M. van der Velden,  
Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht, Deventer 2008.
48. H. Verschueren, M.S. Houwerzijl (*red.*),  
Arbeidsrecht over de grenzen heen: België, Nederland, Europa, de wereld,  
Deventer 2009.
49. N.E.D. Faber, H.W. Heyman, C.J.M. Klaassen, Ch.A.M. Domingus-Schwencke,  
C. Rijckenberg (*red.*),  
Knelpunten bij beslag en executie, Deventer 2009.
50. M.S. Houwerzijl, S.S.M. Peters (*red.*),  
Exit. Onderneming, werknemer en het einde van de dienstbetrekking, Deventer  
2009.
51. D. Busch, C.M. Grundmann-van de Krol (*red.*),  
Handboek Beleggingsondernemingen, Deventer 2009.
52. J.C.A. Houdijk,  
Publieke belangen in het mededingingsrecht: een onderzoek in vijf domeinen,  
Deventer 2009.
53. C.M. Hilverda,  
Faillissementsfraude (*derde druk*), Deventer 2009.

54. N.E.D. Faber, C.M. Grundmann-van de Krol, F.E.J. Beekhoven van den Boezem, N.S.G.J. Vermunt (*red.*),  
De Kredietcrisis, Deventer 2010.
55. J.B. Spath,  
Zaaksvervanging, Deventer 2010.
56. F.E.J. Beekhoven van den Boezem,  
Credit Claims, Deventer 2010.
57. D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (*red.*),  
Onderneming en financieel toezicht, Deventer 2010.
58. N.E.D. Faber, H.J. Damkot, N.S.G.J. Vermunt, Ch.A.M. Domingus (*red.*),  
Bancaire zekerheid, Liber amicorum mr. J.H.S.G.K. Timmermans, Deventer 2010.
59. L.G. Verburg,  
Het Nederlands ontslagrecht en het BBA-Carcinoom, Deventer 2010.
60. A.D.W. Soedira,  
Het akkoord, Deventer 2011.
61. D. Busch,  
Naar een beperkte aansprakelijkheid van financiële toezichthouders?,  
Deventer 2011.
62. A.J. Tekstra,  
Verrekening door de fiscus, Deventer 2011.
63. S.E. Bartels, A.J. Verdaas, R.J. van der Weijden (*red.*),  
Effecten en vermogensrecht, Deventer 2011.
64. R.H. Maatman, R.M.M.J. Bauer, D. Busch, L.G. Verburg (*red.*),  
Onderneming en pensioen, Deventer 2011.
65. J.W.A. Biemans,  
Rechtsgevolgen van stille Cessie, Deventer 2011.
66. C.J.M. Klaassen, G. van Solinge, H.M. de Mol van Otterloo, P.E. Ernste (*red.*),  
Onderneming en ADR, Deventer 2011.
67. N. van Tiggele-van der Velde, R.G.L. Gerrits, P. Soeteman, J.H. Wansink (*red.*),  
"Verzekering ter beurze". Coassurantie in theorie en praktijk, Deventer 2011.
68. B. Bierens, C.M. Grundmann-van de Krol, D.J.R. Lemstra en T.M. Stevens (*red.*),  
Handboek Beursgang, Deventer 2011.

69. P.J. van der Korst, R. Abma, G.T.M.J. Raaijmakers (*red.*),  
Handboek onderneming en aandeelhouder, Deventer 2012.
70. M.H.E. Rongen,  
Cessie, Deventer 2012.
71. V.P.G. de Serière,  
Als de (stille?) noodklok luidt... Overheidsingrijpen in privaatrechtelijke verhoudingen ten behoeve van stabiliteit in de financiële sector, Deventer 2012.
72. N.E.D. Faber, J.J. van Hees, N.S.G.J. Vermunt (*red.*),  
Overeenkomsten en insolventie, Deventer 2012.
73. C.M. Hilverda, De bestrijding van faillissementsfraude: waar een wil is ... .. ,  
Deventer 2012.
74. P.E. Ernste,  
Bindend advies, Deventer 2012.
75. R.J. van der Weijden,  
De faillissementspauliana, Deventer 2012.
76. D.R. Doorenbos, M.J.C. Somsen, G.V. Naber (*red.*),  
Onderneming en sanctierecht, Deventer 2013.
77. P.T.J. Wolters,  
Alle omstandigheden van het geval, Deventer 2013.
78. D. Busch, C.J.M. Klaassen, Mr. T.M.C. Arons (*red.*),  
Aansprakelijkheid in de financiële sector, Deventer 2013.
79. D. Busch, M.P. Nieuwe Weme (*red.*),  
Christel's koers, Liber amicorum prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol,  
Deventer 2013.
80. S.R. Damminga,  
Ongerechtvaardigde verrijking en onverschuldigde betaling als bronnen van verbintenissen,  
Deventer 2013.
81. A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh, L.A.D. Keus, J.S. Kortmann (*red.*),  
The Influence of EU Law on National Private Law, Deventer 2014.  
Volume 81-I General Part  
De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht, Deventer 2014.  
Deel 81 -II Bijzonder deel
82. C.J.H. Jansen, L.G. Verburg (*red.*),  
Onderneming en beloning, Deventer 2014.

83. C.J.M. Klaassen, N. van Tiggele-van der Velde, P.E. Ernste, A.Ch.H. Franken (*red.*),  
Verzekering en ADR, Deventer 2014.
84. G.J.L. Bergervoet,  
Borgtocht, Deventer 2014.
85. R.W.E. van Leuken,  
Rechtsverhoudingen tussen particulieren en de verdragsrechtelijke verkeersvrijheden, Deventer 2015.
86. V.J.M. van Hoof,  
Generale zekerheidsrechten in rechtshistorisch perspectief, Deventer 2015.
87. C.J.H. Jansen,  
De wetenschappelijke beoefening van het burgerlijke recht in de lange 19<sup>e</sup> eeuw, Deventer 2015.
88. P. Laaper,  
Uitbesteding in de financiële sector, Deventer 2015.
89. C. Spierings,  
De eenzijdige rechtshandeling, Deventer 2016.
90. B.A. Schuijling,  
Levering en verpanding van toekomstige goederen, Deventer 2016.
91. C. van Ewijk, M. Heemskerk, R.H. Maatman en E. Nijman (*red.*),  
Pensioen 2020, Deventer 2016.
92. V. Tweehuysen,  
Het uniciteitsbeginsel in het goederenrecht, Deventer 2016.
93. C.J.H. Jansen,  
De wetenschappelijke beoefening van het burgerlijke recht tussen 1940 en 1992, Deventer 2016.
94. P.J. van der Plank,  
Natrekking door onroerende zaken, Deventer 2016.
95. S. van Dongen,  
Groepen van Contracten, Deventer 2016.
96. I.P.M. Ligteringen,  
Privaatrechtelijke gevolgen van een schending van het mededingingsrecht, Deventer 2016.
97. M. Huizingh,  
Contractsoverneming, Deventer 2016.

98. B.M. Katan,  
Toerekening van kennis aan rechtspersonen, Deventer 2017.
99. S.E. Bartels, J.B. Spath, K. Everaars (*red.*),  
Tenietgaan van beperkte rechten, Deventer 2017.
100. S.E. Bartels, C.J.H. Jansen, B.A. Schuijling, N.S.G.J. Vermunt (*red.*),  
Vertrouwen in het Burgerlijke recht, Liber Amicorum Prof. mr. S.C.J.J. Kortmann,  
Deventer 2017.
101. I.P.M.J. Janssen,  
De civielrechtelijke zorgplicht van de beleggingsdienstverlener jegens de niet-  
particuliere cliënt, Deventer 2017.
102. C.J.H. Jansen, M.M.C. van de Moosdijk, R.W.E. van Leuken (*red.*),  
Nijmeegs Europees Privaatrecht, Deventer 2018.
103. G.J.C. Rensen, J.J. van den Broek (*red.*),  
Grensoverschrijdende omzetting, Deventer 2018.
104. D.R. Doorenbos, M.P. Nieuwe Weme, J.B.S. Hijink, T.M. Stevens (*red.*),  
Handboek Marktmissbruik, Deventer 2018 (*derde druk*).
105. T.M.C. Arons, J. de Bie Leuveling Tjeenk, D. Busch, C.J.M. Klaassen (*red.*),  
Collectief schadeverhaal: ondernemingen, belangenorganisaties en hun  
achterban, Deventer 2018.
106. G.J.L. Bergervoet, T. Hutten, B.A. Schuijling, N.S.G.J. Vermunt (*red.*),  
Financiering van de productieketen, Deventer 2019.
107. S.W. van den Berg,  
Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht, Deventer 2019.





EEN SAMENWERKINGSVERBAND  
VAN DE FACULTEIT DER RECHTSGELEERDHEID  
VAN DE RADBOUD UNIVERSITEIT TE NIJMEGEN EN

AEGON NV.

AKZO NOBEL NV

ALLEN & OVERY

APG ASSET MANAGEMENT

DE BRAUW BLACKSTONE WESTERK

CLIFFORD CHANCE

DE NEDERLANDSCHE BANK

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER

HOUTHOFF

ING BANK

LOYENS & LOEFF

NAUTA DUTILH

PELS RIJCKEN & DROOGLEEVER FORTUYN

RABOBANK

STIBBE

STICHTING EUMEDION



verkrijgbaar als e-book  
[www.wolterskluwer.nl/e-books](http://www.wolterskluwer.nl/e-books)

